

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LES THÉORIES MONÉTAIRES DE J. M. KEYNES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 30 Mai 1933

PAR

GÉRARD BLONDOT

PRÉSIDENT : M. PIROU, Professeur.

SUFFRAGANTS : M. AFTALION, Professeur.

M. LESCURE, Professeur.



PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON & C^{ie}

160, RUE SAINT-JACQUES

—
1933

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LES THÉORIES MONÉTAIRES DE J. M. KEYNES

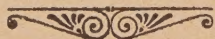
THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 30 Mai 1933

PAR

GÉRARD BLONDOT

PRÉSIDENT : M. PIROU, Professeur.
SUFFRAGANTS : M. AFTALION, Professeur.
M. LESCURE, Professeur.



PARIS
LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN
F. LOVITON & C^{ie}
160, RUE SAINT-JACQUES

—
1933



INTRODUCTION

Fin 1930 a paru à Londres un Traité sur la monnaie signé d'un nom bien connu dans les milieux économiques. L'auteur, J. M. Keynes, actuellement professeur à Cambridge et directeur de l'*Economic Journal*, s'était déjà signalé par ses ouvrages précédents qui lui ont procuré une célébrité mondiale : *Indian Currency and Finance*, *Les Conséquences économiques de la Paix*, *La Réforme monétaire*, *Réflexions sur le franc*. Son dernier ouvrage qui, aussitôt paru, a éveillé l'attention des milieux économiques, va contribuer à accroître sa renommée. Malgré quelques critiques, il a suscité bien des éloges enthousiastes et certains le comparent aux célèbres « Principes d'Economie Politique » de Ricardo. C'est en effet une œuvre remarquable : l'auteur, malgré quelques points obscurs, est parvenu à coordonner dans un ensemble logique les différentes questions monétaires qui, jusqu'alors, avaient été l'objet d'exposés partiels et parfois contradictoires ; il lui a fallu, pour mener à bien cette tâche, un travail considérable, et il avoue avoir mis à rédiger cet ouvrage plusieurs années au cours desquelles sa pensée a continuellement évolué.

Ce Traité n'a pas encore été traduit en langue française. Son format et sa composition ne s'y prêtent guère : il com-

prend en effet deux volumes d'environ chacun 400 pages, couvertes de statistiques et de notes abondantes. D'autre part l'auteur, comme il nous l'a écrit, compose en ce moment un nouvel ouvrage qui traitera de certaines questions que son *Traité* n'a pas complètement éclaircies. Il nous paraît donc peu probable qu'une traduction de ce dernier paraisse d'ici quelque temps.

Et comme il innove d'une façon très intéressante sur de nombreux points, nous avons pensé qu'il n'était pas inutile de le faire connaître aux Français peu familiarisés avec la langue anglaise. Mais le lecteur remarquera que nous ne nous sommes pas contenté d'en faire un simple résumé. Un des objets principaux de notre étude a été de clarifier autant qu'il nous a été possible l'exposé, parfois très confus, de l'auteur. D'autre part, nous avons voulu rechercher la place de Keynes parmi les théoriciens de la monnaie ; mais il est nécessaire alors de donner un bref exposé des diverses théories monétaires et ce sera le sujet de notre introduction.

I

De tout temps les phénomènes monétaires ont éveillé l'attention : c'est qu'ils touchent de près à une chose précieuse par définition, la richesse. Et comme le propre de l'être humain pensant est de chercher à découvrir la raison des choses, une fois que l'attention est éveillée, chacun s'évertue à trouver une explication. Il n'est donc pas étonnant que les théories élaborées pour expliquer les phénomènes monétaires soient nombreuses.

Il n'est pas dans notre intention de remonter jusqu'à la

plus haute antiquité pour rendre compte des divers systèmes élaborés par les théoriciens de la monnaie, ni même d'exposer le mouvement d'idées provoqué au Moyen Age par l'afflux de l'or du Nouveau Monde qui venait d'être découvert. Nous nous contenterons de suivre à très grands pas l'évolution des théories monétaires à partir de celui que l'on considère comme un des fondateurs de l'économie politique moderne et qui s'est astreint à étudier un problème très négligé jusqu'alors : la répartition. En négligeant les divergences nombreuses, mais souvent minimes, qui règnent entre les auteurs, il semble que, pendant la période qui s'étend depuis Ricardo jusqu'à nos jours, on puisse diviser les théories monétaires en deux grandes tendances : la théorie quantitative et la théorie psychologique.

II

Une théorie monétaire a pour but d'expliquer le pourquoi et le comment des variations de la valeur de la monnaie. Le problème est donc double : il s'agit de rechercher les divers facteurs de la hausse et de la baisse des prix et de montrer dans quel ordre jouent ces facteurs ; le processus ne se produit-il que dans un sens, ou y a-t-il causalité réciproque ? Les prix n'agissent-ils pas à leur tour sur les facteurs monétaires ?

La théorie quantitative, dont nous ferons la critique après en avoir suivi l'évolution, répond en gros ceci : c'est la quantité de monnaie qui détermine le niveau des prix et les prix ne réagissent pas sur la quantité de monnaie.

Cette opinion a été formulée d'une façon très nette par

Ricardo en 1810 dans sa mémoire « Du haut du prix de la monnaie comme preuve de la dépréciation des billets de banque ». Pour la monnaie métallique on avait d'abord admis que ce qui faisait sa valeur, c'était son coût de production, c'est-à-dire les frais d'extraction et de frappe du métal. Lorsqu'on eut affaire au papier monnaie dont le coût de production est infime, on ne put se contenter de cette théorie, et l'on fit appel alors à un autre facteur : la rareté. Plus la monnaie est abondante et moins elle a de valeur, plus elle est rare et plus la même quantité de signes monétaires permet de se procurer de marchandises. C'est de cette façon que Ricardo dans l'opuscule précité expliquait les effets de l'inflation du papier monnaie dont son époque fit la triste expérience.

De là on généralisa bien vite en appliquant cette théorie à toutes les formes de monnaie, aussi bien métallique que fiduciaire. La théorie classique, dont Ricardo est l'un des représentants, s'est donc efforcée, par réaction contre les mercantilistes auxquels on a pu reprocher d'adorer le veau d'or, d'assimiler la monnaie à une marchandise quelconque soumise à la loi de l'offre et de la demande. Et comme en matière monétaire la demande tend toujours à absorber l'intégralité du stock métallique, c'est l'offre qui détermine la valeur de la monnaie : si le métal est produit en quantité plus abondante, sa valeur diminue.

Malgré les attaques dont elle commençait à être l'objet, la théorie quantitative se répandit de plus en plus dans les milieux économiques ; elle fut bientôt considérée comme une vérité incontestable et les économistes en grande majorité devinrent des quantitativistes convaincus. La théorie resta sous cette forme pendant près d'un siècle et on ne prenait même plus le soin de la justifier. Il lui manquait cepen-

dant encore une consécration : il fallait qu'elle fût acceptée par les économistes mathématiciens. C'est au professeur Fisher que revint l'honneur en 1904 de lui donner le prestige de la formule mathématique. Du coup il la précisait, mais d'un autre côté il l'exposait à des critiques très graves.

Sa formule est bien connue : $M V + M' V' = P T$ ou $\frac{M V + M' V'}{T} = \bar{P}$; M et M' désignent la quantité de mon-

naie sous forme de pièces et de billets et le montant de la monnaie de crédit, c'est-à-dire le volume des dépôts ; V et V' représentent les vitesses de circulation respectives de M et de M' c'est-à-dire le rapport entre le total des fonds de roulement et le total des chiffres d'affaires ; T représente le montant global des transactions exprimé en biens et services réels ; P désigne alors le prix. L'équation de Fisher est un truisme : elle ne fait que traduire cette vérité évidente que la somme des valeurs de tous les biens échangés pendant une période est égale au volume des paiements effectués pendant cette période. Elle est donc inattaquable en tant qu'elle nous montre les facteurs qui déterminent le niveau des prix.

Mais elle ne prend toute sa signification que lorsqu'on détermine l'ordre de causalité. Or, d'après Fisher, si le

premier terme $\frac{M V + M' V'}{T}$ détermine le second, celui-

ci ne détermine pas le premier ; il n'y a pas réciprocity ; les facteurs monétaires déterminent les prix mais ceux-ci ne réagissent pas sur les facteurs monétaires. Fisher considère d'autre part que les deux éléments les plus importants sont M et M' , la quantité de monnaie. Il estime que les vitesses de circulation n'ont qu'une influence secondaire, un

rôle négligeable. Cette conception devait soulever bien des critiques.

Les économistes anglais, et en particulier l'école de Cambridge (Marshall, Pigou, Keynes) sont eux aussi des défenseurs de la théorie quantitative ; mais ils partent d'un point de vue différent de celui de Fisher. Ils se basent sur la quantité de monnaie que les individus décident de conserver sous forme d'argent liquide ou de dépôts en banque pour faire face à leurs dépenses. Si nous définissons par n la quantité de monnaie en circulation, par k les unités de pouvoir d'achat en argent liquide correspondant aux unités de consommation dont a besoin le public, et par p le prix d'une de ces unités de consommation, nous avons $n = p k$. Et, pour tenir compte de la monnaie de crédit, si nous désignons par k' les unités de pouvoir d'achat conservées sous forme de dépôts et par r la proportion des réserves des banques à leurs dépôts, nous avons alors $n = p (k + r k')$: telle est l'équation des balances réelles élaborée par Keynes dans sa Réforme Monétaire.

De même que Fisher, il pense que p est effet et non pas cause ; les prix peuvent varier sous l'influence de n ainsi que sous celle de k , k' , et r , mais ils ne réagissent pas sur les facteurs monétaires. Il ne se laisse pourtant pas aveuglément guider par la formule mathématique, puisqu'il n'oublie pas de mentionner qu'une influence psychologique, telle que les prévisions, peut causer à p des variations plus que proportionnelles aux fluctuations de n . Il admet d'autre part que k et k' sont susceptibles de grandes variations : or si les gens diminuent ou augmentent leurs balances, cela indique que la vélocité de la monnaie subit le mouvement inverse. La théorie de Keynes est donc déjà plus complète

que celle de Fisher en ce qu'elle attribue un rôle plus important à la vélocité de la circulation.

Une question se pose maintenant : celle de savoir si les faits ont pleinement confirmé la théorie quantitative. Il semble bien que, dans beaucoup de cas, il faille répondre non. Il est d'abord certain que la théorie sous sa forme primitive et même la version de Fisher sont insuffisantes pour expliquer les mouvements des prix : elles ont, en effet, négligé un facteur qui s'est révélé très important ou ne lui ont attribué qu'une influence trop minime : la vitesse de circulation.

Mais la théorie quantitative, en général, a mérité un reproche plus grave qui lui est adressé par M. Nogaro : c'est que l'accroissement de la quantité de monnaie, qui, d'après les quantitativistes, doit provoquer une hausse des prix, peut fort bien ne rien provoquer du tout. En effet, une augmentation du volume de la circulation monétaire pousse les banques, qui voient augmenter leur réserve, à faciliter le crédit en diminuant le taux de l'escompte. Si nous sommes en période normale, c'est-à-dire en dehors d'une crise, ce crédit facile va permettre aux entrepreneurs d'emprunter à des conditions plus avantageuses en vue d'intensifier la production. Cette augmentation de la production se traduira sur le marché par un accroissement de l'offre des marchandises, d'où une tendance à la baisse des prix, qui compense la tendance à la hausse provenant d'une augmentation du stock monétaire. De la sorte, les prix ne changeront pas ou varieront très peu.

Lors des récentes expériences monétaires, les partisans de la théorie quantitative ont néanmoins cru pouvoir crier victoire. Ils ont pu, en effet, montrer une coïncidence incontestable entre la hausse des prix et la multiplication

des signes monétaires : cette dernière, apparemment du moins, semblait bien être la cause de la première. Mais ils se trompaient. Une étude attentive des faits montre que l'inflation dans bien des cas, loin d'être la cause de la hausse des prix, n'en a été que l'effet. M. Aftalion, dans son ouvrage *Monnaie, prix et change*, s'est livré à cette étude qu'il a fait porter sur de nombreux pays, et le résultat de ses observations statistiques peut se formuler en cinq propositions : 1° il y a eu parfois hausse des changes et des prix sans inflation véritable ; 2° il s'est produit dans d'autres cas une hausse formidable des changes et des prix sans accroissement correspondant de la circulation monétaire ; 3° les changes et les prix ont pu baisser sans une déflation notable ; 4° les changes et les prix ont pu rester stables malgré un accroissement considérable de la circulation ; 5° enfin, lorsqu'il s'est produit des variations correspondantes à la fois dans le change, les prix et la circulation, les changements dans cette dernière étaient postérieurs aux variations des deux premiers. On est donc en droit de conclure que le volume du stock monétaire n'a pas été la cause, mais plutôt l'effet : ce sont le change et les prix qui entraînaient bien souvent des changements dans la circulation.

La théorie quantitative, qui avait permis d'expliquer tant bien que mal les mouvements des prix au cours du siècle précédent, s'est donc montrée insuffisante pour rendre compte des phénomènes monétaires d'après-guerre.

III

Depuis longtemps déjà, certains auteurs proposaient une

autre explication que von Wieser mit au point en s'appuyant sur la théorie de l'utilité finale : c'est la théorie du revenu. Pour celle-ci, il ne faut pas s'hypnotiser sur les variations du stock monétaire ; il faut aussi faire attention aux changements dans la demande des marchandises. Si celle-ci augmente, et bien que la quantité de monnaie soit stationnaire, les prix vont s'élever. Or, la demande des acheteurs varie par suite de changements dans les revenus. Quand une personne voit augmenter ses revenus, elle attache moins d'importance à la dernière unité monétaire qu'elle possède ; elle cède plus facilement cette unité pour obtenir des marchandises. Lorsque les ressources des individus varient, la courbe de demande de chacun d'eux est donc modifiée et sous la pression de cette modification les prix varient. Or, les revenus peuvent changer sous des influences très diverses.

Lorsque le change d'un pays est en baisse, les importateurs voient leurs stocks de marchandises étrangères augmenter de valeur au fur et à mesure de la baisse de la devise nationale. Il en est semblablement pour les possesseurs de titres étrangers. Comme le coût de la production, formé en grande partie par les salaires, progresse moins vite que la baisse du change, les exportations vont bientôt s'accroître car les exportateurs seront en mesure de vendre moins cher que les producteurs étrangers, tout en faisant de plus beaux bénéfices. La hausse des revenus s'étend peu à peu au pays tout entier et c'est par son intermédiaire que la hausse du change va provoquer une augmentation des prix. Les effets de l'inflation s'expliqueraient de la même façon.

Cette théorie, d'ailleurs, n'exclut pas la possibilité d'une action des prix sur la vitesse de circulation et sur le mon-

tant du stock monétaire, et voici comment elle la conçoit. Prenons, par exemple, une augmentation de la quantité de monnaie ; il se produit peu à peu un accroissement des revenus ; mais le public, habitué à une certaine moyenne de dépenses, ne va pas augmenter ses achats proportionnellement. Il ne le fera que peu à peu. Au début, par conséquent, il n'y aura qu'une faible hausse des prix ; et comme la monnaie en quantité accrue sert à effectuer le même volume de transactions, sa vélocité sera réduite. Petit à petit cependant les transactions vont augmenter, la vitesse de circulation également et les prix vont s'élever. Il peut même arriver que cette hausse des prix soit telle que l'augmentation de la vitesse de circulation, aussi importante qu'elle soit, devienne insuffisante à la soutenir. Dès lors, à moins d'un nouvel accroissement du stock monétaire, la hausse des prix sera enrayée.

Cette théorie du revenu montre bien, d'autre part, que la proportionnalité entre tous les mouvements peut ne pas exister. Si nous représentons par R le revenu national, par Q la quantité globale des transactions et par P le prix de l'unité, nous avons évidemment $R = PQ$. Si R varie pour des causes indépendantes de PQ , par suite d'une inflation par exemple, il y aura un décalage permanent entre R et PQ ; ce dernier facteur restera toujours inférieur à R malgré les hausses successives de P . En effet, lorsque P augmente, cela indique soit un accroissement du coût de production, donc des salaires, soit une augmentation des profits des producteurs : dans les deux cas, par conséquent, il se produit un accroissement des revenus R égal à la hausse des prix. Toute hausse de P provoque donc une élévation correspondante de R , qui, par suite, reste toujours supérieur à PQ .

La théorie du revenu permet donc d'expliquer bien des choses dont la théorie quantitative n'avait pu rendre compte. Elle a cependant paru insuffisante sur certains points. On a vu dans certains pays, en Allemagne, en particulier, les prix suivre instantanément les fluctuations du change : les commerçants allemands changeaient leurs étiquettes au fur et à mesure que le mark baissait. On ne peut alors expliquer la hausse des prix par une augmentation des revenus qui n'avait pas eu le temps de se produire. Il faut faire appel à un facteur psychologique : la défiance. Les gens, dès qu'ils touchaient une somme en marks, se hâtaient de la convertir en marchandises, car ils étaient sûrs que le lendemain ou même quelques heures après le mark aurait encore perdu de sa valeur.

Une nouvelle théorie prétend alors expliquer les variations de la valeur de la monnaie en recourant exclusivement aux facteurs psychologiques. Nous résumons de la façon suivante l'exposé qu'en a fait M. Aftalion dans son ouvrage précité. Comme la théorie du revenu, elle se base sur l'analyse faite par l'école autrichienne de l'utilité finale. La valeur de la monnaie dépend de deux éléments : 1° d'abord de sa quantité, en ce sens que l'individu attache plus ou moins d'importance à la dernière unité monétaire dont il dispose, à la dernière unité de son revenu. Si le nombre de ces unités augmente, la dernière aura moins de valeur ; 2° elle dépend, d'autre part, d'un élément qualitatif : l'utilité qu'on attend de cette unité monétaire, c'est-à-dire la marchandise ou le service qu'elle nous permet d'obtenir. Or, il existe des appréciations extrêmement nombreuses selon les individus, appréciations qui dépendent d'éléments très divers. Les exigences des individus dans l'échange sont très différentes par suite de la diversité des

caractères et des goûts ; et ces derniers dépendent, dans une certaine mesure, du milieu et de l'éducation. Il y a des prodiges et des avares et, entre ces deux extrêmes, il y a place pour toute une échelle d'épargnants. De plus, le facteur défiance ou confiance, basé sur la prévision de la valeur future de la monnaie,, vient modifier parfois l'appréciation ordinaire de chaque individu. Il faudrait donc tenir compte de l'appréciation de chacun selon les moments. Chaque personne vient sur le marché avec une courbe d'offre de monnaie et une courbe de demande de marchandises s'il est acheteur, et inversement s'il est vendeur. Et les courbes générales d'offre et de demande, d'où résulte le prix, sont formées par l'ensemble des courbes individuelles.

IV.

Devant ces facteurs psychologiques si nombreux, si variés et si changeants, certains en ont conclu que l'étude des problèmes monétaires était forcément vouée à l'imprécision et que si l'on pouvait rendre compte de certains faits particuliers, on ne pouvait rien établir de général. N'exagère-t-on pas ?

Sans doute les réactions individuelles sont innombrables et souvent imprévisibles. Dans l'ensemble pourtant, on peut dégager certains grands courants de psychologie collective. Lorsque la masse agit dans un sens, on peut négliger les quelques vagabonds qui se dirigent dans un autre. Une généralisation est légitime lorsqu'elle peut se baser sur la loi des grands nombres.

On aurait tort, d'autre part, selon nous, de se référer uni-

quement à la théorie psychologique pour expliquer les variations de la valeur de la monnaie. Elle s'est basée, en effet, principalement sur les expériences monétaires d'après-guerre ; mais, quoi qu'en pensent certains auteurs, l'état de choses qui régnait à ce moment, si généralisé qu'il fût, n'était pas normal ; nous nous trouvions en face de véritables maladies ; les monnaies de cette époque n'étaient pas « saines » ; la monnaie décrochée de son support métallique pouvait suivre sans frein les oscillations de l'âme humaine qui passe facilement d'un extrême à l'autre.

Si la théorie quantitative, qui a le tort de négliger par trop les facteurs psychologiques, n'a pu fournir l'explication des phénomènes monétaires de cette époque, elle a pu cependant rendre compte de ceux qui se sont produits à d'autres dates dans des circonstances plus normales. La coïncidence d'un accroissement de la production de l'or et d'une hausse des prix est un fait incontestable qui s'est produit à plusieurs reprises. Les mouvements des prix au *xix^e* siècle peuvent s'expliquer de cette façon aussi bien que par l'essor d'industries particulières. Si l'on va au fond des choses, il paraît téméraire de nier qu'un accroissement notable de la circulation ne produise aucun effet. Dans quelle mesure ? Il serait imprudent de le préciser, mais l'action est certaine et M. Nogaro, qui est pourtant un adversaire de la théorie quantitative, le reconnaît. Cette théorie n'a vu qu'une partie de la vérité et a voulu trop généraliser ; elle s'est trop concentrée sur les évolutions des symboles et n'a pas vu qu'ainsi elle n'étudiait qu'un univers figé, d'où les hommes et leur libre arbitre étaient exclus.

La théorie psychologique a voulu prendre le contre-pied

et quelques-uns de ses adeptes sont tombés dans l'exagération contraire : ils n'ont voulu voir que le chaos des réactions individuelles, sans essayer de dégager un mouvement d'ensemble.

Les premiers sont des mathématiciens possédant « l'esprit géométrique » qui veut systématiser ; les seconds sont des psychologues doués de « l'esprit de finesse » qui cherche avant tout à analyser ; ils représentent les uns et les autres l'une des deux grandes tendances de l'esprit humain ; l'idéal serait de les allier.

V

Dans les pages qui suivent, nous analyserons le *Traité* de Keynes sur la monnaie. Cet ouvrage est composé de deux parties bien différentes. Nous nous occuperons surtout de la première qui traite de la « théorie pure », tout en faisant quelques incursions dans la seconde qui étudie les faits monétaires à la lumière de la théorie élaborée dans la première partie. Nous étudierons successivement la valeur de la monnaie, le niveau des prix, les fluctuations cycliques et nous montrerons, en conclusion, comment l'auteur, après une étude à la fois qualitative et quantitative, rejette en partie la théorie de Ricardo et de Fisher pour se rapprocher par certains côtés de la théorie psychologique, mais aussi pour innover sur beaucoup d'autres points.

PREMIÈRE PARTIE

Valeur de la Monnaie

CHAPITRE PREMIER

NOTIONS GÉNÉRALES SUR LA VALEUR DE LA MONNAIE

Dans ce chapitre que l'on pourrait considérer comme un préliminaire, nous nous proposons d'étudier les conceptions de Keynes sur certains sujets qu'il est nécessaire de connaître pour comprendre l'analyse ultérieure des phénomènes monétaires. Nous étudierons donc la classification de la monnaie, et à l'aide de cette classification nous pourrions mettre au point une conception exacte de la vitesse de circulation. Keynes a éparpillé ces deux sujets au cours de son ouvrage, mais cette méthode a l'inconvénient d'alourdir son exposé par des discussions qui prennent l'apparence de digressions. C'est pourquoi nous avons jugé préférable de les grouper tout au début de ce volume.

Et même avant de les exposer, nous ferons deux remarques importantes sur lesquelles nous ne reviendrons pas. Tout au long de son ouvrage, notre auteur ne parle pour ainsi dire que de la monnaie de crédit. Il considère la circulation comme étant exclusivement composée de dépôts en banque, et les paiements comme se faisant par compensation ou par virement de compte à compte. Il néglige

de partie délibéré la monnaie de papier et les espèces métalliques. Cette attitude pourrait étonner bien des lecteurs français, pour qui les billets de banque sont d'un usage courant. Elle est pourtant légitime si l'on considère l'importance prise par la monnaie de crédit dans certains pays. Aux Etats-Unis, entre 1919 et 1926, la proportion de la monnaie sous forme de billets et de pièces au total de la circulation, est tombée de $1/6^e$ à $1/8^e$. Et si nous faisons entrer dans cette dernière les dépôts à long terme, la proportion tomberait à $1/10^e$. Il faut tenir compte, au surplus, du fait que les dépôts en banque circulent beaucoup plus rapidement que la monnaie en espèces et la proportion indiquée ci-dessus tombe à un niveau encore bien plus bas. Pour l'Angleterre, les statistiques sont moins précises, mais Keynes estime que les billets ne dépassent probablement pas $1/5^e$ de la circulation et $1/10^e$ du total de la monnaie (en comprenant dans ce dernier les dépôts à long terme). Notre auteur, frappé de cette évolution rapide et de la prépondérance de plus en plus grande de la monnaie de crédit, pense que cette dernière est la monnaie de l'avenir et que, bientôt peut-être, le rôle des billets de banque sera restreint à celui de l'argent de poche. Nous doutons que telle soit là l'évolution. On pourrait se demander, en effet, si la crise de 1929 et la dure secousse qu'elle a imprimée au système bancaire ne va pas entraîner une régression de ce que notre auteur appelle le progrès et ne va pas pousser les gens à mettre plutôt leur confiance dans la monnaie de papier qui garde sa valeur tant qu'elle reste accrochée à son support métallique. Quoi qu'il en soit, on ne peut faire grief à Keynes de considérer la monnaie de crédit comme capitale puisqu'elle est une des caractéristiques de notre économie monétaire moderne.

Il faut remarquer, en second lieu, la conception de notre auteur au sujet du système bancaire. Il le conçoit analogue à celui des Etats-Unis, c'est-à-dire à trois degrés. A l'échelon supérieur se place la Banque Centrale ou Institut d'émission à qui incombe le soin de diriger la politique monétaire. Viennent en second lieu les banques affiliées, les quatre ou cinq compagnies les plus importantes, les « Big Five » qui régissent le marché financier sous l'autorité de l'Institut d'émission. Puis, à l'échelon inférieur, nous trouvons la foule des compagnies moins importantes et des banques particulières obéissant plus ou moins aux directives de la Banque Centrale ou des banques affiliées. Cette conception avec laquelle nous ne sommes pas familiarisés, peut cependant s'appliquer à de nombreux pays, dont la France. En tout cas, le fait qu'elle soit exacte ou non pour un pays ne change rien au fond des choses.

I. — Analyse de la monnaie de crédit.

On peut classer les dépôts en banque de trois façons différentes dont nous établirons la concordance. La première, dressée par Keynes, se base sur l'utilité procurée au déposant par l'argent qu'il place à la banque. Lorsqu'un particulier, ouvrier, fonctionnaire ou employé, reçoit ses émoluments, il ne va pas les dépenser tout d'un coup le jour même ou le lendemain. Ses dépenses courantes s'échelonnent d'une façon plus ou moins régulière entre les dates auxquelles il reçoit son salaire ou son traitement. Il va donc confier son argent à la banque en un dépôt à vue ou à très court terme et, au fur et à mesure qu'il aura des dépenses à régler, il tirera sur son compte. Le montant de

son encaisse diminuera graduellement à mesure que s'éloignera la dernière date à laquelle il a reçu ses émoluments. Le dépôt ainsi effectué sert encore à un autre but. Il peut se présenter des dépenses inattendues, maladie, accident... en prévision desquelles il est bon de conserver toujours une certaine encaisse au delà de celle qui est nécessitée par les dépenses courantes. Enfin, il est de gros paiements à solder en une seule fois qui exigent l'accumulation graduelle de la somme qui permettra de les acquitter. C'est à ces trois buts que répondent les dépôts de revenus que nous désignerons par M_1 .

Si nous prenons le cas d'un industriel, nous voyons de même qu'il n'y a pas simultanéité entre ses recettes et ses dépenses : le paiement des salaires des ouvriers ne coïncide pas avec les rentrées provenant de la vente des produits. Quant aux transactions passées avec d'autres industriels, il les compense dans la mesure du possible aux liquidations de quinzaine, mais il reste habituellement un solde non compensé à recevoir ou à régler. Enfin, il y a certaines dépenses dont on ne peut prévoir la date exacte et qui nécessitent la constitution d'une encaisse préalable de peur de se trouver pris au dépourvu. Les dépôts effectués par les industriels et commerçants et destinés à parer à ces éventualités forment les dépôts d'affaires, que nous représenterons par M_2 .

Enfin, viennent d'autres sortes de dépôts qui ne sont pas destinés à régler des dépenses courantes. L'individu les amasse pour diverses raisons : il peut être attiré par le taux de l'intérêt alloué par la banque ; il veut se constituer un capital pour acheter une maison ou des titres, ou bien il attend une baisse de ceux-ci pour s'en procurer. Bref, ce

sont des capitaux placés ou en attente de placement : ce sont les dépôts d'épargne M_3 .

Keynes (v. II, p. 34) estime que ces trois sortes de dépôts sont dans la proportion 1, 3 et 4, c'est-à-dire que M_1 représente $1/8^e$, M_2 $3/8^e$ et M_3 $4/8^e$ du total de la monnaie.

Il existe une seconde classification traditionnelle et mentionnée dans toutes les statistiques relatives aux dépôts ; c'est celle qui les divise en dépôts à vue ou à très court terme et en dépôts à long terme, ou bien en comptes courants et comptes de dépôt. Keynes établit la concordance entre cette classification et la précédente de la façon suivante. Il englobe, sous la dénomination générale de dépôts d'encaisse, les dépôts de revenus et les dépôts d'affaires et dit que le groupement de ces deux catégories correspond assez bien à ce que l'on désigne sous le nom de dépôts à court terme.

La distinction des dépôts à court et à long terme n'est d'ailleurs pas toujours facile à faire. Il arrive d'abord qu'en Angleterre la différenciation sur laquelle on se basait autrefois, à savoir que le compte courant ou dépôt à court terme ne produit pas d'intérêt, ait perdu de sa netteté : les banques, en effet, allouent des intérêts aussi bien au compte courant qu'au compte de dépôt.

D'autre part, il existe une forme de crédit, très usitée dans certains pays, et sur laquelle les statistiques ne donnent que des renseignements très incomplets. Nous voulons parler du compte de débit (*overdraft*). Il consiste essentiellement en un arrangement entre la banque et son client, en vertu duquel ce dernier pourra tirer des chèques sur la première jusqu'à un maximum fixé au préalable. De la sorte, le client qui veut effectuer un paiement, au lieu de tirer un chèque pour faire diminuer son crédit, tire ce

même chèque pour faire augmenter son débit et le règlement des dettes au lieu de se faire par le transfert de crédits de compte à compte se fait par le transfert de débits. Or, ce qui joue en pareil cas le rôle d'encaisse, ce ne sont pas les sommes inscrites, déjà transmises, mais bien la partie inemployée de ce compte ; et c'est justement cette partie qui n'est pas mentionnée dans les statistiques.

Les dépôts à court terme et les dépôts à long terme sont à peu près en égale proportion, c'est-à-dire se montent chacun à environ 50 % du total de la monnaie de crédit. Mais c'est un rapport qui n'a pas toujours existé : pendant la guerre, en particulier, les dépôts d'épargne, par suite des émissions d'emprunts, étaient tombés à un tiers du total (I, p. 36-43).

Il existe enfin une troisième classification, dressée également par Keynes, et qui nous servira beaucoup dans l'explication du mouvement des prix : c'est celle qui distingue la circulation industrielle de la circulation financière. Par industrie, nous entendons (I, p. 243) toutes les opérations ayant trait à la production et à sa distribution ainsi que la rémunération des services fournis par les agents de la production. Par finance, nous désignons le trafic des différents titres représentant la richesse, en y comprenant les transactions du marché monétaire et les différentes opérations spéculatives. L'industrie et la finance ainsi définies emploient chacune une certaine partie du stock monétaire.

La première utilise les dépôts de revenus et une portion, la partie A, des dépôts d'affaires. Puisque nous supposons qu'il n'existe pas d'autre monnaie que la monnaie de crédit, il s'ensuit que les dépôts de revenus sont égaux aux gains totaux de la communauté et varient évidemment en même temps que ceux-ci. La partie A des dépôts d'affaires

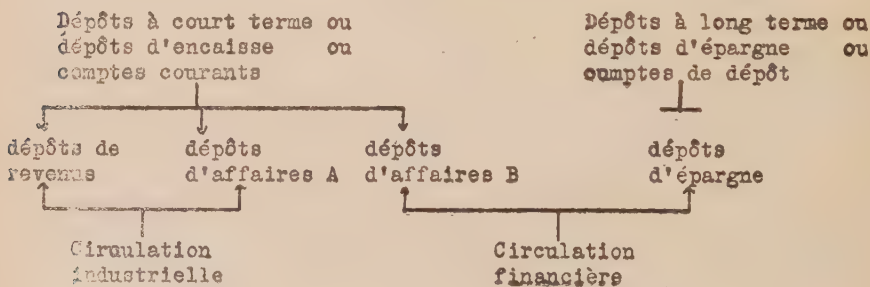
comprend la monnaie nécessaire aux différentes transactions provenant de la division de la production et qui sont : a) les paiements des entrepreneurs aux agents de la production, et b) les règlements entre ceux qui s'occupent d'un stage de la production et les industriels ou entrepreneurs qui interviennent dans le stage précédent ou ultérieur. Il peut arriver que cette partie des dépôts d'affaires ne suive pas les fluctuations du volume de la production. Si les affaires sont très actives, le taux de l'escompte, à moins d'un cas spécial, est plus élevé. Aussi les commerçants et les industriels tendent-ils à réduire au minimum le montant de leurs balances en banque de façon à diriger le plus de ressources possible vers le financement de la production sans avoir à payer l'intérêt élevé que réclament les prêteurs. Inversement, en cas de crise, ces balances seront accrues du moment que les affaires, qui marchent au ralenti, nécessitent moins d'argent. En second lieu, les balances d'affaires sont beaucoup plus influencées que les balances de revenus par le profit ou la perte qui peut affecter le niveau des prix. Néanmoins, d'une façon générale, et à moins d'un changement dans le caractère ou la technique de la production, le volume des dépôts d'affaires tend à varier avec la valeur de la production annuelle. Comme les dépôts de revenus sont en relation assez stable avec la production, puisqu'ils ne représentent pas autre chose que le coût de production, il en résulte que ces dépôts et la partie A des dépôts d'affaires sont soumis aux mêmes fluctuations et que le volume de la circulation industrielle varie avec E, l'ensemble des revenus (I, p. 248).

La circulation financière comprend les dépôts d'épargne et le reste, la partie B, des dépôts d'affaires. Cette dernière (I, p. 46) est destinée à financer : a) les transactions spé-

culatives portant sur les marchandises ; b) les transactions financières portant sur des titres ou des valeurs de bourse. Cette partie des dépôts d'affaires est d'un montant relativement limité. Elle permet cependant, grâce à sa très haute vélocité, d'effectuer des transactions considérables, opérations spéculatives ou financières qui sont, à elles seules, bien plus importantes que le revenu national, et dont le volume varie dans de très grandes proportions suivant l'état d'esprit des spéculateurs.

L'autre partie de la circulation financière, les dépôts d'épargne, peut se diviser en deux. L'une varie très peu : les individus la détiennent pour une des raisons que nous avons indiquées plus haut. L'autre est soumise à de larges fluctuations ; elle sert aux spéculateurs pour leurs opérations de bourse. Son augmentation signifie que, pour le temps présent, le marché est en baisse et que l'on est moins attiré par les valeurs ; sa diminution, au contraire, indique un marché à la hausse et un « boom » sur les titres. Nous verrons à la troisième partie l'influence des variations de la circulation financière sur le prix des investissements et des marchandises de consommation (I, p. 250).

Telles sont les trois classifications de la monnaie de crédit, dont le schéma suivant montre la concordance :



II. — *Vitesse de la circulation de la monnaie.*

Nous n'avons considéré jusqu'à présent que le montant de la monnaie. Si nous nous en tenions là, nous retomberions dans la même erreur que la théorie quantitative qui, sous sa forme ancienne, ne tenait compte que de la quantité de la monnaie. Devant les nombreuses critiques soulevées par cette conception étriquée, les quantitativistes ont réservé une place dans leurs formules à la vitesse de circulation, mais comme à regret et sans lui attribuer l'importance qu'elle mérite. Or, les expériences de ces vingt dernières années dans le domaine monétaire ont amplement démontré l'importance du facteur vitesse de circulation et des influences psychologiques qui le gouvernent. L'abondance des études récentes sur ce sujet n'est donc pas étonnantes, et cependant, dit Keynes, il y a sur cette matière beaucoup d'idées obscures et même de théories fausses.

*
**

Une des erreurs les plus funestes a été de comprendre dans la circulation la monnaie qui est thésaurisée par les individus : idée fausse, évidemment, puisque cette monnaie ne circule pas au sens propre du mot. Dès lors, une augmentation de cette monnaie épargnée semblait causer une diminution de la vitesse de circulation alors qu'en réalité cette dernière augmentait. La même confusion doit être évitée à propos de la monnaie de crédit. Il ne faut pas compter dans la circulation effective les dépôts d'épargne qui ne circulent pas et qui ont une vitesse nulle ou quasi nulle. Et notre auteur propose (II, p. 22) de distin-

guer deux choses bien différentes : d'une part, l'efficacité E de la circulation qui exprime le rapport entre le total des paiements et le montant global des dépôts, et, d'autre part, la vitesse de circulation V qui représente le rapport entre ces paiements et le montant des dépôts d'encaisse.

Il faut même aller plus loin dans notre analyse. V , en effet, est lui-même une notion complexe et peut varier pour bien des raisons. En effet, les dépôts d'encaisse sont formés des dépôts de revenus M_1 et des dépôts d'affaires M_2 qui ont eux-mêmes leur vitesse de circulation particulière. V peut donc changer simplement parce que la proportion des dépôts de revenus et des dépôts d'affaires a changé. Si nous désignons par B le volume des transactions et par V_1 , V_2 et O les vitesses respectives des trois sortes de dépôts M_1 , M_2 , M_3 , et si nous représentons par M la somme de ces derniers, nous avons évidemment :

$$\begin{aligned} B &= M_1 V_1 + M_2 V_2 = V (M_1 + M_2) \\ &= E (M_1 + M_2 + M_3) = EM \text{ (II, p. 23),} \end{aligned}$$

d'où nous tirons :

$$V = \frac{M_1 V_1 + M_2 V_2}{M_1 + M_2}$$

et

$$E = \frac{M_1 V_1 + M_2 V_2}{M_1 + M_2 + M_3}.$$

Nous en déduisons que V et E peuvent varier : *a*) soit parce que V_1 et V_2 varient ; *b*) soit parce que M_1 , M_2 ou M_3 varient, c'est-à-dire parce que le montant des différents dépôts M_1 , M_2 , M_3 par rapport au total de la monnaie de crédit a changé. Ce dernier point de vue a souvent passé inaperçu. Or nous avons vu que les dépôts de revenus et la partie A

des dépôts d'affaires sont en relation avec la production et varient avec celle-ci, et que la partie B des dépôts d'affaires et les dépôts d'épargne sont soumis à l'influence, parfois désordonnée, de la spéculation. De ce seul fait E et V sont donc déjà susceptibles d'éprouver de grandes variations.

*
* *

Mais ce n'est pas tout, car il faut tenir compte des fluctuations de V_1 et de V_2 . La vitesse des dépôts de revenus, comme leur montant dépend de la longueur de l'intervalle qui s'écoule entre deux paiements consécutifs du salaire, ainsi que de la régularité plus ou moins grande des dépenses. Si par exemple les individus ont à effectuer à certains moments des dépenses massives, ils commencent par avance à amasser l'argent nécessaire ; ils économisent un peu plus entre chaque terme et cela aboutit à augmenter le montant de leurs dépôts de revenus et à en diminuer la vitesse de circulation. En l'absence de toute statistique et en se basant sur de simples probabilités, Keynes estime V_1 à 11 ou 12 par an. Comme cette vitesse est fonction des habitudes sociales, qui sont relativement stables, on peut en conclure que V_1 ne varie guère d'une année à l'autre. Cependant il est à remarquer que lorsque le revenu change, et il en est ainsi au cours du cycle de crédit, les individus, habitués à un certain rythme de dépenses, ne changent pas celui-ci du jour au lendemain ; la variation du revenu se traduit d'abord par un changement de la vitesse de circulation et ce n'est qu'au bout d'un certain temps que le rythme des dépenses se met d'accord avec le changement dans le revenu (II p. 25-30).

En ce qui concerne la vélocité des dépôts d'affaires nous n'avons pas non plus de données bien précises. Keynes n'arrive à la fixer que d'une façon indirecte et après de nombreuses déductions. Il commence par chercher la vélocité des dépôts d'encaisse et il l'estime à 60 par an. Et comme le montant des dépôts d'affaires vaut trois fois celui des dépôts de revenus et que la vélocité de ces derniers est de 11, il en conclut à l'aide de la formule que nous avons trouvée pour V , que V_2 oscille entre 70 et 80 par an. Mais cette vélocité n'est pas constamment la même. Il ne faut pas oublier que les dépôts d'affaires se divisent en deux : la partie A et la partie B. La première possède une vitesse de circulation plus rapide dans les périodes de profits que dans les moments de crise. La vélocité de la seconde subit des fluctuations considérables et reflète assez fidèlement l'état d'esprit de la spéculation. De plus la répartition des dépôts d'affaires entre ces parties A et B n'est pas constante et peut changer.

Nous en concluons donc que la vitesse V_2 de ces dépôts peut varier : *a*) par suite d'un changement dans la proportion des parties A et B ; *b*) et par suite d'une variation de leur vélocité respective. Les statistiques malheureusement ne nous indiquent rien à ce sujet. Tout ce qu'on peut savoir, c'est que la partie B, dont le montant est assez petit, possède une vélocité considérable (II p. 30-43). Quoi qu'il en soit, nous voyons maintenant tous les éléments qui peuvent influencer sur la vitesse de circulation V des dépôts d'encaisse. Elle dépend de *a*) la répartition de ces dépôts entre M_1 et M_2 , *b*) des vélocités V_1 et V_2 , *c*) V_2 dépendant lui-même des éléments que nous venons d'analyser.

*
* *

Il nous reste à étudier les facteurs psychologiques qui déterminent la vélocité de la monnaie. Keynes (II, p. 43-48) les analyse longuement. La vitesse de circulation dépend du montant de l'encaisse que chaque individu conserve en banque pour faire face à ses dépenses. S'il réduit cette encaisse, ses fonds, immobilisés moins longtemps, circulent plus vite ; s'il l'augmente, c'est l'inverse. Or les facteurs qui déterminent le montant de cette encaisse désirée sont au nombre de deux. Intervient tout d'abord l'utilité que cette encaisse procure à l'individu qui la conserve. Cette utilité dépend surtout des habitudes et, comme elles, ne varie pas beaucoup d'une année à l'autre. Le second facteur est plus variable : c'est le sacrifice qu'il en coûte à l'individu d'immobiliser des fonds qui pourraient lui rendre bien des services. Et c'est après avoir pesé l'un et l'autre que l'individu se détermine à conserver telle ou telle balance.

Le sacrifice causé par le maintien d'une encaisse quasi stérile varie énormément. Il subit d'abord l'influence des changements dans le taux de l'escompte et dans le volume de la production. En période de prospérité, lorsque les affaires sont actives, le taux de l'escompte est habituellement assez élevé. Les producteurs sont par suite moins tentés de demander des prêts à un taux qu'ils jugent trop haut ; ils se procurent alors des ressources en diminuant le montant de leurs balances et s'arrangent de façon à ce que ces dernières leur rendent les mêmes services, en compensant par une vélocité accrue la diminution de leur montant. Mais cette influence du taux de l'escompte est, comme nous le verrons plus tard, assez négligeable.

Il faut plutôt attirer l'attention sur ce fait que la production étant augmentée, il faut plus d'argent pour la nourrir.

Les producteurs empruntent donc à droite et à gauche et, pour trouver les ressources nécessaires, ils font feu de tout bois ; ils vont en particulier réduire le montant de leurs encaisses et compenser, comme nous venons de le voir, cette diminution par une augmentation de leur vélocité. Inversement lorsque les affaires ne marchent pas, que la production est ralentie, le sacrifice causé par l'immobilisation des fonds est minime ; alors les balances augmentent et la vitesse de circulation diminue.

La crainte d'une hausse des prix, c'est-à-dire d'une dépréciation de la monnaie, accroît elle aussi le sacrifice causé par le maintien d'une forte encaisse. A quoi bon en effet garder de l'argent dont on sait que, dans peu de temps, la valeur va se trouver réduite. En temps normal cette considération ne joue pas un rôle de premier plan. Mais si la dépréciation de la monnaie est en passe de devenir considérable, alors on voit se produire ce qui s'est passé en Allemagne : les gens se précipitent dans les magasins pour transformer leurs disponibilités en marchandises ; l'argent circule de mains en mains avec une rapidité inconcevable ; on n'a rien de plus pressé que de s'en débarrasser ; il brûle les doigts. Et la crainte inspirée peut être telle que les prix devançant le rythme de l'inflation ; c'est une véritable crise de confiance. En pareil cas les premières mesures qui s'imposent sont celles qui tendent à calmer l'alarme et à rétablir la confiance.

CHAPITRE II

LE FONDEMENT DE LA VALEUR DE LA MONNAIE

Le fondement de la valeur de la monnaie est, encore à l'heure actuelle, passionnément discuté. Keynes, disons-le tout de suite, prétend qu'il n'est autre que son pouvoir d'achat. Nous essaierons de montrer que son opinion nous paraît légitime ; après quoi nous verrons ce qu'il entend par comparaison du pouvoir d'achat et nous exposerons ses idées au sujet des niveaux des prix.

I. — *Le pouvoir d'achat de la monnaie.*

Deux écoles s'affrontent au sujet de la valeur de la monnaie. La première croit fermement à sa valeur intrinsèque. Pour elle, la monnaie est une marchandise qui possède en elle-même une valeur propre. Cette théorie dérive du temps où la circulation était entièrement composée de métal. Celui-ci avait été choisi pour ses qualités intrinsèques ; et l'on avait remarqué, ce qui d'ailleurs a donné naissance à la théorie quantitative, que chaque fois qu'il se raréfiait ou devenait plus abondant, tous les prix s'abaissaient ou s'élevaient parallèlement, la valeur de la monnaie subissant le mouvement inverse. On en avait conclu, avec raison d'ailleurs, que les qualités du métal étaient le fondement de la valeur de la monnaie.

Mais depuis, les choses ont bien changé. A côté de cette monnaie métallique, sont apparues bien d'autres formes :

les billets de banque et la monnaie de crédit. On peut prétendre, il est vrai, que ces deux sortes de monnaie ont encore une valeur fondée sur celle du métal étalon ; les banques d'émission sont en effet tenues de conserver une certaine réserve métallique pour assurer la convertibilité de la monnaie fiduciaire qu'elles émettent. Mais on a vu bien plus ; l'histoire monétaire de ces dernières années nous a montré des circulations composées de papier inconvertible et qui, néanmoins, assuraient tant bien que mal leur fonction d'instrument d'échange. Le pont entre la monnaie de papier et le métal étalon avait entièrement disparu. Comment alors faire de ce dernier le fondement de la valeur de la monnaie ? L'explication métalliste était nettement insuffisante. Il a donc fallu chercher autre chose. Les théoriciens depuis lors sont bien embarrassés. Ils postulent toujours l'existence d'une valeur intrinsèque de la monnaie, mais lorsqu'on veut savoir sur quoi elle est fondée, ou les réponses sont évasives, ou les divergences s'accusent, et l'on ne peut arriver à se faire une opinion bien nette. Il est d'ailleurs un fait qui nous a frappé : c'est que cette école a des partisans surtout dans les pays latins où les moyens monétaires sous forme de pièces et de billets sont encore très abondants et où le crédit est bien moins développé que dans les pays anglo-saxons.

Keynes appartient à l'autre école qui est dégagée de ce qu'on appelle le préjugé métalliste dont, malgré tout, la théorie précédente est imprégnée. Il critique l'étalon or vigoureusement. Il ne nie pas que son choix comme étalon monétaire ne soit basé sur des raisons psychologiques ou autres incontestables. Il ne nie pas qu'il n'ait rempli son rôle d'étalon stable d'une façon assez satisfaisante au cours du siècle passé. Mais il partage l'opinion des autres écono-

mistes anglo-saxons qui ont la hantise d'une pénurie de l'or. Se basant sur le chiffre donné par Cassel pour le progrès économique, 3 % par an, et sur la progression du stock d'or, 2 % par an, ils en ont conclu que bientôt ce stock deviendra insuffisant et qu'il se produira une baisse des prix catastrophique. Le rejet de l'or comme étalon des valeurs s'impose donc. Nous ne referons pas la critique de cette opinion, critique qui a déjà été formulée bien souvent et toujours sans succès.

Keynes trouve d'autre part (II p. 291) qu'une grande évolution s'est accomplie depuis la guerre dans l'emploi de l'or comme étalon. Dans la plupart des pays, ce métal a disparu de la circulation et a été enfoui dans les caves des Instituts d'émission. On ne le voit plus apparaître que dans les paiements internationaux ; et sa circulation tend même à disparaître complètement depuis qu'on a trouvé un procédé de transfert beaucoup plus simple et moins coûteux ; on se contente en effet de mettre le métal sous dossiers, c'est-à-dire qu'on le transmet à telle ou telle banque en le laissant au même endroit, mais en y apposant une marque indiquant le nom de son nouveau propriétaire. L'or devient donc de plus en plus inutile. Est-ce à dire qu'il faille l'abandonner comme étalon ? Keynes, qui était très affirmatif dans sa Réforme Monétaire, l'est beaucoup moins dans son Traité. Il a de nombreuses hésitations et ses conclusions sont évasives. Il a été frappé de ce que les défenseurs de l'étalon or sont encore très nombreux, et finalement il le laisse subsister selon les résolutions de la fameuse Conférence de Gênes de 1922.

Quoi qu'il en soit, notre auteur rejette sans hésiter le métal comme fondement de la valeur de la monnaie. Celui-ci ne peut être que son pouvoir d'achat. Un individu

n'amasse et ne détient de la monnaie que parce qu'elle lui permet de se procurer les marchandises et les services dont il peut avoir besoin. « Il ne demande pas des unités de monnaie en tant que telles, mais des unités de pouvoir d'achat. Puisque cependant on ne peut détenir du pouvoir d'achat que sous forme de monnaie, sa demande de pouvoir d'achat se transforme elle-même en une demande pour une quantité de monnaie équivalente » (I p. 53). La monnaie, comme on l'a dit, n'est plus qu'un bon donnant droit à une quantité déterminée du produit social, c'est-à-dire à des marchandises et à des services. Elle n'a plus de valeur intrinsèque.

Il y a loin entre cette théorie soutenue par les Anglo-Saxons et l'opinion de la première école. Où se trouve la vérité ? Le problème est délicat et bien des économistes évitent avec soin de prendre parti. La première école croit fermement à la valeur intrinsèque de la monnaie et beaucoup de ses adeptes établissent un lien entre cette valeur et le métal étalon. Pour eux, une base métallique est absolument nécessaire. Elle est le seul moyen de mesurer un crédit sans inflation ; pour le prouver ils s'appuient sur le fait que lorsqu'une circulation fiduciaire est « décrochée » de son support métallique, sa valeur s'effondre, et ils citent les nombreux exemples d'après guerre.

Keynes leur répond, (II p. 220) que le véritable crédit sans inflation est celui qui maintient l'égalité entre le taux de l'épargne et la valeur des nouveaux investissements, égalité qui, nous le verrons, conserve en équilibre le niveau des prix. C'est à vrai dire une réponse qui ne résoud pas le problème, et nous verrons pourquoi lorsque nous traiterons du contrôle du niveau des prix.

Les faits que cite la première théorie ne sont pas en eux-

mêmes la démonstration de la nécessité d'une base métallique. Lorsqu'on décrète le cours forcé, c'est toujours pour permettre l'inflation, c'est-à-dire pour rendre possible une augmentation de la masse monétaire en circulation. Et si les prix s'élèvent, c'est à la fois par suite de cet accroissement des moyens monétaires, et par suite aussi de la crainte de la dépréciation que les gens ont l'habitude de voir se produire. On a vu, et M. Aftalion en cite des exemples, les prix rester stables malgré un accroissement considérable de la circulation ; et ce phénomène n'avait pas d'autre explication qu'un rétablissement de la confiance. On pourrait donc penser que, si le public était habitué à voir le cours forcé décrété sans que s'ensuive nécessairement l'inflation ni les funestes effets qu'elle entraîne avec elle, toute base métallique deviendrait bientôt un luxe inutile.

Cette base tend d'ailleurs de jour en jour à devenir plus faible. La monnaie de crédit s'est développée dans certains pays avec une telle exagération que le stock d'or qui lui sert de gage est tombé à des proportions de plus en plus minimes. Il n'est pas étonnant que les économistes de ces pays aient nié la nécessité d'un étalon métallique et la valeur intrinsèque de la monnaie. Où git-elle en effet dans le cas d'une circulation de billets et de chèques gagée par une toute petite proportion d'or ? Elle ne peut consister en cette base métallique d'un pourcentage aussi faible. Elle ne peut être non plus le papier des billets ou des chèques ni les vignettes plus ou moins artistiques qui y sont représentées. D'ailleurs cette valeur intrinsèque consiste nécessairement soit en une valeur d'usage, soit en une valeur d'échange ; or le papier des billets n'a qu'une valeur d'usage infime ; il a bien une valeur d'échange, mais elle n'est autre que son pouvoir d'achat. Nous admettons donc que pour les cir-

culations monétaires évoluées, la valeur intrinsèque de la monnaie n'existe pas ; la monnaie n'a de valeur que par son pouvoir d'achat.

Mais nous ne proposerions pas pour autant d'abandonner l'étalon or. L'opinion publique, imprégnée du préjugé métalliste, est une force avec laquelle il faut compter. Ce n'est pas parce que les idées des gens sont fausses qu'on peut les négliger. Et nous estimons qu'il serait au moins imprudent d'introduire une réforme aussi radicale.

II. — *Théorie de la comparaison des pouvoirs d'achat.*

Le fondement de la valeur de la monnaie est donc son pouvoir d'achat, et celui-ci est représenté par « le prix d'une marchandise composite comprenant les diverses marchandises individuelles et les services variés dans des proportions correspondant à leur importance comme objets de dépense » (I p. 53). Un problème important est de déterminer quelle a été la valeur de la monnaie au cours du temps, quelles variations elle a subies, et quelles divergences elle présente entre deux pays. Pour le résoudre, il faut procéder alors à une comparaison du pouvoir d'achat de la monnaie entre les époques et les pays envisagés.

Qu'entend-on par là ? C'est une question délicate qui a été résolue de bien des façons, pour la raison bien simple qu'on ne s'est pas toujours entendu sur le sens de l'expression « pouvoir d'achat ». Celui-ci ne représente pas le pouvoir de la monnaie sur des quantités déterminées d'utilité, mais son pouvoir sur des marchandises. En d'autres termes, l'expression pouvoir d'achat n'a pas un sens subjectif, puisqu'elle ne tient pas compte des divergences d'apprécia-

tion de la part des individus ; elle a une signification objective : « Si deux hommes achètent du pain au moyen de leurs revenus et le paient le même prix, le pouvoir d'achat de la monnaie n'est pas plus grand pour l'un que pour l'autre, simplement parce que le premier a plus faim ou est plus pauvre que le dernier » (I p. 96).

La comparaison des pouvoirs d'achat consiste donc à mettre en parallèle le pouvoir d'achat de la monnaie sur deux collections de marchandises équivalentes. Mais alors nous n'avons fait que repousser la difficulté, car il nous faut chercher maintenant le criterium de cette équivalence. Nous disons alors que deux collections de marchandises sont équivalentes, lorsqu'elles sont achetées par deux personnes semblables, c'est-à-dire par deux individus qui ont les mêmes goûts, les mêmes besoins et qui possèdent le même revenu (I p. 97).

Le problème revient donc à comparer les revenus de deux personnes semblables. Pour deux individus seulement, sa résolution est facile. Mais lorsqu'on veut l'étendre à un nombre considérable, une difficulté s'élève. Comment peut-on, par exemple, arriver à apprécier les changements dans le pouvoir d'achat de la monnaie de la société considérée comme un tout ? Car, si ce pouvoir d'achat a changé, les variations ont été très différentes selon l'importance des revenus. Le mieux que l'on puisse faire, dit Keynes (I, p. 98), est de négliger les catégories renfermant le plus petit nombre d'individus et de dire que le changement du pouvoir d'achat de la monnaie de la société, en général, est compris entre le plus grand et le plus petit changement des catégories renfermant la majorité de la population. Si, par exemple, nous avons cinq classes, A, B, C, D, E, à revenus d'importance croissante, et que le pouvoir d'achat

ait changé respectivement pour chacune d'elles selon la proportion 1, 3, 4, 5, 7, c'est-à-dire qu'il a triplé pour B, quadruplé pour C... ; et si les trois classes B, C, D renferment le plus grand nombre d'individus, nous dirons que le pouvoir d'achat de la monnaie pour la société est devenu entre trois et cinq fois ce qu'il était auparavant.

Il existe deux méthodes pour comparer le pouvoir d'achat. La méthode directe qui met en parallèle les revenus de deux personnes semblables, est celle employée par la plupart des gens. On imagine deux individus placés chacun à l'un des temps ou des lieux considérés, ayant à peu près les mêmes besoins, le même train de vie, et on compare les revenus qui leur permettent ce « *standard of life* ». Cette méthode, imaginée par le sens commun, est la plus simple et bien souvent la meilleure ; elle laisse, en effet, à l'observateur une certaine appréciation qui est nécessaire dans deux cas. Il se peut que le caractère des dépenses des personnes à comparer ait tellement changé, que ces dépenses n'ont plus aucun rapport entre elles (esclaves des pharaons et automobiles du milliardaire). En outre, dans plusieurs catégories sociales tout au moins, il faut tenir compte de certaines dépenses que les statistiques, si bien dressées soient-elles, sont impuissantes à coter ; il en est ainsi pour les rentes, les domestiques, l'éducation, les voyages. Dans ces deux cas, et malgré le degré d'incertitude qu'elle comporte, il est préférable d'employer la méthode directe (I, p. 100-102).

Mais lorsqu'on se trouve en présence de dépenses dont le caractère n'a pas changé et qui, d'un type courant, sont mentionnées dans les statistiques, il est préférable de se servir de la méthode en usage chez les statisticiens. Elle consiste à comparer, non plus les revenus de deux personnes

semblables, car il est difficile d'établir un critérium rigoureux de cette similitude, mais à mettre en parallèle « deux séries de dépenses censées représenter la consommation de deux personnes semblables et à comparer les prix des deux marchandises composites équivalentes qui correspondent aux deux séries » (I, p. 100).

Dans ces deux séries, plusieurs dépenses sont les mêmes en caractère et souvent aussi en quantité : nous désignons par a dans les deux positions cette partie des dépenses. Nous englobons également dans a les dépenses qui, alors même qu'elles portent sur des marchandises différentes, répondent à des buts à peu près semblables (thé et café). Avec une étude assez serrée, il est possible d'établir des rapports d'équivalence permettant de comparer les dépenses sur ces marchandises ; et, par une application étendue de cette méthode de substitution des équivalents, nous arriverons à englober dans a la majeure partie des dépenses. Cependant, il reste certains articles qu'il est impossible de comparer, parce que trop différents. Nous les désignerons par b_1 dans la première position et par b_2 dans la seconde. Si p_1 et p_2 sont le prix de a respectivement dans la première et la seconde position, $\frac{p_2}{p_1}$ sera un assez bon indice du changement dans le pouvoir d'achat de la monnaie, à condition que a soit assez grand relativement à b_1 et à b_2 (I, p. 105).

III. — *Les niveaux des prix.*

Le prix de la marchandise composite qui, nous venons de le voir, représente le pouvoir d'achat de la monnaie,

porte le nom de niveau des prix et la série des niveaux des prix indiquant les changements dans le pouvoir d'achat au cours d'une période s'appelle un nombre indice. L'étude des nombres indices est plutôt du ressort de la statistique. Keynes en donne cependant dans son *Traité* un aperçu, qui est fort utile pour la compréhension du reste de son ouvrage ; et nous avons pensé qu'il n'était pas inutile de rapporter sa pensée sur la théorie des indices et sur quelques erreurs, très fréquentes, contre lesquelles il s'élève avec vigueur.

La statistique économique, dont un des buts principaux est l'étude des nombres-indices, en a construit un nombre déjà considérable se référant à des matières très diverses. Il en est pourtant deux qui, selon Keynes, méritent une attention toute particulière : ce sont l'indice de consommation ou pouvoir d'achat de la monnaie, que nous avons défini plus haut, et le pouvoir de la monnaie sur les unités de travail humain. Ces deux indices sont « fondamentaux » en ce sens que « l'effort humain et la consommation humaine sont les seules matières dont les transactions économiques puissent tirer quelque signification ; et toutes les autres formes de dépenses n'acquièrent d'importance que du fait de leur rapport, à un stage ou à un autre, avec l'effort des producteurs ou la dépense des consommateurs » (I, p. 134). Or, si ces deux indices sont les plus importants, il est piquant de constater que ce sont précisément ceux-là qui ont été, jusqu'à présent, les plus négligés. Pourquoi donc ? La raison est certaine : c'est la complexité du problème.

Il est déjà difficile de dresser un bon indice portant sur un sujet restreint ; mais la difficulté est bien plus considérable lorsque nous avons affaire aux deux matières qui

nous concernent. Un bon indice du pouvoir de la monnaie sur les unités de travail humain devrait englober les salaires de tous ceux qui travaillent à quelque titre que ce soit. Le problème est déjà rendu difficile par son ampleur. De plus, il faudrait tenir compte d'une extrême diversité dans les situations et pondérer chaque catégorie selon son importance. Lorsqu'on restreint son étude à une seule classe bien déterminée, on peut arriver à un résultat passable : c'est ainsi que, dans beaucoup de pays, on a pu dresser depuis longtemps l'indice des salaires et l'indice du coût de la vie pour la classe ouvrière. Mais dès qu'on veut résoudre le même problème pour toute une société, on se trouve en face de telles divergences, que la solution, lorsqu'elle est possible, n'approche que de très loin la réalité (I, p. 63-64).

Les difficultés ne sont pas moindres pour un indice de consommation. Celui-ci devrait, en effet, répondre à trois conditions : il lui faudrait tenir compte de tous les articles entrant dans la consommation des individus, ne les faire intervenir qu'une fois et enfin les pondérer selon leur importance. Il demande donc un travail considérable. En attendant qu'il soit dressé, Keynes (I, p. 58) estime que l'on peut se contenter de l'indice du « niveau général des prix » de Snyder. Ce statisticien l'a composé au moyen de quatre indices secondaires pondérés d'après le barème suivant :

Indice des prix de gros	2
Indice du coût de la vie	3 1/2
Indice des salaires	3 1/2
Indice de la rente	1

Il existe bien d'autres indices répondant à des buts plus particuliers (indice des prix de gros, international, des tex-

tiles, des charbonnages, des frets, des céréales, etc...). Les deux premiers, l'indice des prix de gros et l'indice international, ont été souvent confondus avec le pouvoir d'achat de la monnaie et cette confusion a été la source de graves erreurs (I, p. 64-65).

On s'est imaginé que l'indice des prix de gros indiquait assez bien les variations de la valeur de la monnaie. Keynes (I, p. 60) montre qu'il n'en est rien et que, si on le compare avec l'indice de Snyder dont nous avons parlé, on aperçoit des divergences considérables. Peut-on d'ailleurs s'en étonner ? Assurément non. L'indice de gros est surtout basé sur des matières premières tandis que l'indice de consommation englobe principalement des produits fabriqués. Le premier ne mentionne pas certaines dépenses dont le second tient compte (services domestiques). Enfin, l'indice des prix de gros, à la différence du second, subit des variations brusques et de grande amplitude.

Une extension illégitime semblable au sujet de l'indice international, a donné naissance à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat. Keynes (I, p. 73-74) est plus sévère dans son *Traité* que dans sa *Réforme Monétaire* et donne de cette théorie une critique qui nous paraît définitive. L'indice international est basé sur les prix des marchandises qui font l'objet d'un commerce entre les divers pays et que les droits de douane et frais de transport n'empêchent jamais complètement de circuler (céréales, pétrole, textiles, minerais de fer...). Si l'on tient compte de ces droits et de ces frais, les prix de ces marchandises dans les différentes nations doivent être les mêmes lorsqu'on les exprime en la même monnaie ; il en résulte que les taux des changes entre les monnaies de plusieurs pays doivent être au pair avec les pouvoirs d'achat comparatifs de ces monnaies sur

les marchandises du commerce international. La théorie du Professeur Cassel n'exprime pas autre chose au fond que ce fait d'évidence. Malheureusement, dit Keynes (I, p. 72), ce truisme a été étendu d'une façon illégitime au pouvoir d'achat de la monnaie ; celui-ci est, en effet, bien loin de refléter fidèlement les mouvements de l'indice international.

Et ce qui a fait la fortune de cette théorie, ce sont les vérifications apparentes auxquelles se sont livrés ses partisans. Ils se sont servis, en effet, des indices de prix de gros qui, fait remarquable qu'ils n'ont pas aperçu, sont basés en grande partie sur les marchandises faisant l'objet du commerce international. Si les indices n'avaient compris que ces marchandises, et si les systèmes de pondération avaient été les mêmes partout, la théorie se serait trouvée entièrement vérifiée. Mais comme ils renferment certains produits qui ne sont pas l'objet d'un commerce international, et comme la pondération n'est pas la même pour tous les pays, il y avait dans les vérifications « ce juste degré de divergence qui rendait de prime abord la théorie intéressante » (I, p. 74).

Une autre faute, très grave selon Keynes, est d'avoir cru à une « variation moyenne objective des prix en général ». Cette théorie répandue par Jevons, Edgeworth et Cournot imprègne encore aujourd'hui beaucoup d'auteurs. Les prix varient, disent-ils, sous deux influences bien distinctes : l'une qui provient du fait de la monnaie, changement de la circulation par exemple, entraîne tous les prix d'une façon égale dans une hausse ou une baisse générale ; l'autre, qui provient du fait des choses, affecte les prix des marchandises relativement l'un à l'autre, mais ne change pas la valeur de la monnaie. Par changement de la valeur

de la monnaie, ils désignent le changement hypothétique qui existerait si on parvenait à écarter les variations dans les prix relatifs des marchandises. Or, disent-ils, ces derniers changements se compensent, les uns se produisant en plus, les autres en moins ; de sorte que si l'on se base sur des observations nombreuses, il n'est nul besoin de pondérer les prix, et l'on arrive néanmoins à obtenir les changements dans la valeur de la monnaie.

Keynes adresse plusieurs reproches à cette conception. Elle affirme que les mouvements des prix sont indépendants, qu'ils se produisent en plus ou en moins et que dès lors avec un nombre considérable d'observations portant sur des indices, même non pondérés, on arrive à obtenir un point central indiquant la valeur de la monnaie. C'est une erreur, dit Keynes (I, p. 85). Les prix ne sont pas indépendants : un mouvement de l'un d'eux affecte les autres dans des mesures très variées ; il existe une connexité entre eux ; mais pour la trouver, il est nécessaire de connaître l'importance relative des marchandises affectées : il faut donc pondérer l'indice.

Il est absurde, d'autre part, de prétendre qu'un changement dans les prix relatifs n'affecte pas la valeur de la monnaie. « Cette abstraction entre les deux catégories de forces..., est fausse parce que la chose que nous observons, à savoir le niveau des prix, est elle-même une fonction des prix relatifs et susceptible de changer toutes les fois et simplement parce que les prix relatifs ont changé. Le changement hypothétique du niveau des prix qui aurait eu lieu s'il n'y avait pas eu de changement dans les prix relatifs, n'existe plus si les prix relatifs ont en fait varié, car le changement dans les prix relatifs a en lui-même affecté le niveau des prix. » (I, p. 87).

Et d'ailleurs ce changement hypothétique n'existe pas. On prétend qu'un changement dans les facteurs monétaires affecte tous les prix dans la même mesure. C'est une affirmation toute gratuite. Ce résultat ne peut se produire qu'à la longue et encore pas à coup sûr. En effet (I, p. 92), un changement dans la circulation monétaire n'affecte pas de la même façon tous les acheteurs ; il agit surtout vis-à-vis de telle ou telle classe (gouvernement, industriels, agriculteurs, rentiers...) et par conséquent affecte principalement les produits achetés par cette classe. Un changement dans la quantité de monnaie, qui implique généralement une autre distribution du pouvoir d'achat, entraîne donc des variations dans les prix relatifs. Il ne faut pas oublier non plus de tenir compte des habitudes et surtout des contrats à longue durée qui sont un obstacle très énergique à la diffusion parfaite des niveaux des prix.

A la longue, peut-être, tous les prix subiront d'une façon égale le changement initial, mais, entre temps, d'autres facteurs de trouble seront intervenus, variations dans la technique et dans les goûts qui auront affectés certains produits et non les autres. Et même si ces facteurs n'interviennent pas, pendant une certaine période tout au moins, les niveaux des prix ne suivront pas le même mouvement. Or, ce sont justement les fluctuations des courtes périodes qui nous intéressent.

CHAPITRE III

ÉQUATIONS DE LA VALEUR DE LA MONNAIE

Une théorie de la monnaie a pour objectifs principaux d'analyser les éléments qui déterminent la valeur de cette monnaie et de montrer dans quel ordre s'enchaînent les réactions qui provoquent un changement dans le niveau des prix. Pour emprunter le langage de la Mécanique, dont Keynes et plusieurs auteurs se sont servis en matière monétaire, nous dirons que la première question est un problème de statique et la seconde un problème de dynamique. Ces deux problèmes sont en étroite relation. Aussi, bien que ce chapitre soit réservé à l'étude du premier, néanmoins nous serons amenés à donner quelques aperçus sur le second, qui sera plus spécialement traité au cours des deux parties qui suivent. Nous allons successivement établir les équations fondamentales indiquant la valeur de la monnaie, et rechercher quelles sont les conditions de l'équilibre interne et extérieur.

I. — *Equations fondamentales.*

Pour expliquer les phénomènes monétaires si complexes, les théoriciens ont élaboré péniblement diverses théories, dont nous avons vu les grands courants dans l'introduction. Beaucoup d'entre eux se sont servis du raisonnement mathématique, qui permet, en de brèves formules, de rendre compte de tout un ensemble de phénomènes et d'en

montrer la causalité réciproque. Cette méthode est en grand honneur chez les économistes de langue anglaise : leurs ouvrages et leurs revues sont remplis d'équations. A part quelques rares exceptions (MM. Divisia et Rueff), elle n'a pas, jusqu'à présent, pénétré en France. Or, c'est un ostracisme que nous ne croyons pas entièrement justifié, et l'on ne saurait se baser sur les exagérations qui ont été commises en Angleterre et aux Etats-Unis, pour condamner en bloc une méthode par ailleurs très fructueuse. On a dit (Hornbostel) qu'aucune équation ne permettra jamais de cristalliser nos états d'âme. On pourrait répondre à cette objection de deux façons. D'une part, M. Rueff a très bien démontré qu'une étude quantitative et l'emploi des formules mathématiques étaient légitimes lorsqu'elles portaient sur des faits très nombreux, car il est possible alors de tenir compte des courants de psychologie collective et d'appliquer la loi des grands nombres. D'autre part, il ne faut pas se méprendre sur ce que donnent les équations. Elles ne nous indiquent pas les facteurs psychologiques ; elles ne nous donnent que des quantités mesurables, mais elles ne nient pas du tout que ces quantités ne soient déterminées par les facteurs psychologiques. C'est à l'analyse ultérieure à intégrer ces facteurs dans le raisonnement ; et si quelques économistes mathématiciens ont négligé de le faire, nous verrons que Keynes sur ce point, au moins dans son *Traité*, est exempt de tout reproche.

Dans sa *Réforme Monétaire*, notre auteur avait déjà donné une formule, son équation des balances réelles : $n = p(k + rk')$, où n est la quantité de monnaie, r la proportion des réserves des banques à leurs dépôts, k et k' le nombre des unités des consommations que le public possède sous forme d'encaisse et de dépôts en banque. Elle mettait

en évidence ce fait que les gens conservent en banque une certaine balance réelle, en relation avec la valeur des transactions qu'ils se proposent d'accomplir, et que si les prix ne changent pas, la quantité d'encaisse égale à ces balances réelles ne varie pas. Keynes (I, p. 223) adresse maintenant à cette équation un reproche capital : c'est que, k et k' étant définis comme unités de consommation, l'équation semble indiquer que p , qui est le prix d'une unité de consommation, représente le pouvoir d'achat de la monnaie. Mais ceci implique que les dépôts d'encaisse ne servent qu'à la consommation. Or ce n'est pas le cas, puisque nous avons vu qu'ils se composent de dépôts de revenus, employés à régler les dépenses de consommation, mais aussi de dépôts d'affaires qui servent à des buts tout à fait différents. Les unités de balances réelles correspondent donc aux divers services pour lesquels les dépôts d'encaisse sont employés et p n'est pas l'expression du pouvoir d'achat de la monnaie, mais bien l'indice des balances d'encaisse conservées pour ces buts si variés.

Keynes, dans son Traité, se propose de chercher le pouvoir d'achat de la monnaie, ou soit inverse le niveau des prix. Pour cela, il va suivre un chemin tout nouveau. Il part (I, p. 134) de la double division du montant total des revenus E de la communauté. Ce revenu est gagné par suite, soit de la production des marchandises de consommation, soit de la fabrication des marchandises d'investissement. Et ce même revenu est soit épargné, soit dépensé sur des marchandises de consommation. Keynes vise à nous démontrer que si ces deux divisions se font dans la même proportion, c'est-à-dire si le revenu qui est dépensé sur les marchandises de consommation est égal à celui qui est gagné par suite de la production de ces marchandises,

le niveau des prix des marchandises de consommation sera en équilibre avec son coût de production.

Avant d'aller plus loin, il est nécessaire de définir certains termes que notre auteur emploie dans un sens très spécial (I, p. 123) :

1° Il désigne la même chose sous des expressions différentes : revenu E de la communauté, gains des agents de la production, coût de production, et il comprend sous ces diverses dénominations :

a) les traitements et les salaires payés par les entrepreneurs aux employés et ouvriers ;

b) la rémunération « normale » des entrepreneurs ;

c) l'intérêt du capital ;

d) et ce que nous entendons par le mot rente dans son sens très large, c'est-à-dire tous les revenus différentiels analogues à la rente du sol.

2° Il exclut de ce revenu ce qu'il appelle le profit de l'entrepreneur, c'est-à-dire tout ce qui est en plus, ou en moins s'il s'agit de perte, de la rémunération normale de celui-ci. Et par rémunération normale, il entend celle qui ne pousse l'entrepreneur ni à développer ni à restreindre sa production. Certains auteurs, Robertson et Hayek, se sont élevés contre cette classification. Nous verrons plus loin comment Keynes la justifie.

3° Par épargne, il désigne la différence entre le revenu E de la communauté et ses dépenses de consommation. Le profit, qui n'entre pas dans le revenu, n'en fait donc pas partie. Mais (I, p. 134) si un entrepreneur dépense une partie de son profit pour sa consommation, cela constitue une épargne négative, et si, à l'inverse, il diminue sa consommation parce qu'il est en perte, cela est équivalent à une épargne positive ;

4° Enfin, il divise la production en deux : celle des marchandises d'investissement et celle des marchandises de consommation. Par investissements, il désigne la somme du capital réel de la communauté, qui comprend lui-même le capital fixe, le capital en cours de production et le capital liquide, et du capital prêté, lequel existe sous forme de titres représentant des sommes d'argent. On ne tient compte du capital prêté que si l'on étudie un pays dans ses relations internationales, car, s'il est considéré comme isolé, les articles qui le composent se compensent les uns les autres, chaque actif ayant un passif correspondant. Par progression des investissements, Keynes entend l'accroissement du capital de la communauté pendant une période, et par valeur des investissements, la valeur de cet accroissement de capital.

Désignons alors par E le revenu de la communauté pendant l'unité de temps, par I' la partie du revenu gagnée en produisant des marchandises d'investissement, c'est-à-dire le coût de production de ces dernières ; $E-I'$ représente, par conséquent, le coût de production des marchandises de consommation.

Keynes (I, p. 135) écrit : « Choisissons nos unités de quantités de marchandises de telle façon qu'une unité de chacune ait le même coût de production à la date de base. » Le Professeur Hansen (art. cité) lui a fait observer que le coût de production des marchandises d'investissement pouvait très bien ne pas varier comme celui des marchandises de consommation, par suite notamment d'un changement dans la technique. Il s'ensuit que, dans une autre année que l'année de base, le coût de production n'est plus le même pour les deux sortes de marchandises. Et dès lors, les formules de notre auteur, impliquant que le coût de

production reste le même pour les deux catégories de marchandises, ne s'appliquent plus.

Keynes (*American Economic Review*, art. cité), plutôt que de modifier ses équations, ce qui aurait eu pour effet de les compliquer, s'est décidé à changer la définition de ses unités de production de façon à la mettre en accord avec ce qu'impliquent ses équations. « Choisissons, dit-il, notre unité de marchandises consommées comme étant la quantité qui a l'unité de coût de production dans l'année de base, et notre unité de marchandises d'investissement dans n'importe quelle année, comme étant la quantité qui a, en cette année, le même coût de production qu'une unité de marchandises consommées. »

Soient alors O la production totale pendant l'unité de temps, R le volume des marchandises de consommation et des services achetés par les consommateurs, et C l'accroissement des investissements. Nous avons évidemment : $O = R + C$. Si nous désignons l'épargne par S , les dépenses de consommation sont représentées par $E - S$.

Soit P le niveau des prix des marchandises de consommation ; $P \times R$ représente les dépenses de consommation et $\frac{E}{O} \times C$ est égal à I' , c'est-à-dire au coût de production des nouveaux investissements.

Nous avons donc, d'après nos définitions,

$$P \times R = E - S$$

et comme E peut s'écrire $\frac{E}{O} (R + C)$, nous obtenons :

$$\begin{aligned} P.R &= E - S = \frac{E}{O} (R + C) - S \\ &= \frac{E}{O} .R + \frac{E}{O} .C - S = \frac{E}{O} .R + I' - S, \end{aligned}$$

d'où

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R} \quad (1) \quad (I, \text{ p. } 135).$$

Nous voyons donc que le niveau des prix des marchandises de consommation dépend de deux facteurs : l'un $\frac{E}{O}$ est le taux des gains par unité de production, l'autre $\frac{I' - S}{R}$ est positif, négatif ou nul, suivant que le coût de production des nouveaux investissements est supérieur, inférieur ou égal au volume de l'épargne.

Soient W le taux des gains par unité d'effort humain (de sorte que $\frac{1}{W}$ représente le pouvoir de la monnaie sur les unités de travail humain), $W_1 (= \frac{E}{O})$ le taux des gains par unité de production et e le coefficient d'efficacité de telle sorte que nous ayons $W = e.W_1$.

Alors l'équation (1) peut s'écrire ;

$$P = W_1 + \frac{I' - S}{R} = \frac{1}{e} W + \frac{I' - S}{R}.$$

Quel est le niveau des prix P' des marchandises d'investissement ? Keynes ne donne pas son équation. Quelques auteurs (Hayek, Shenoy, art. cités) en ont élaboré une :

$P' = \frac{E}{O} + \frac{I - I'}{C}$ où I représente la valeur (distincte du coût de production) des nouveaux investissements. Or, cette équation n'est qu'un truisme sans utilité ; elle exprime ce fait que le prix des marchandises d'investissement est égal à leur coût de production augmenté du profit ; c'est une chose que le simple bon sens nous indique, et il est piquant de voir Shenoy se livrer à des calculs fort

compliqués pour la mettre en évidence. Nous verrons dans la seconde partie de quoi dépend le niveau des prix des investissements. Contentons-nous de dire, pour le moment, qu'il dépend de deux choses : 1° du sentiment du public qui, ayant à placer son épargne peut, soit la déposer en banque, soit acheter des titres, et qui se décide pour l'une ou pour l'autre de ces hypothèses après avoir balancé leurs avantages respectifs ; 2° de la politique du système bancaire qui, par le moyen du taux de l'escompte, agit à la fois sur l'attraction exercée par les investissements et sur le volume des dépôts d'épargne.

En le supposant connu pour le moment, on peut trouver le niveau des prix π de la production totale. Celle-ci, se divisant comme nous l'avons dit en production de marchandises de consommation et en fabrication de marchandises d'investissement, π est évidemment égal à :

$$\frac{P.R + P'.C}{O}.$$

Si, d'autre part, nous désignons par $I (= P'.C)$ la valeur des nouveaux investissements, nous aurons :

$$\pi = \frac{P.R + I}{O} = \frac{E - S + I}{O} = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O} \quad (2) \quad (I, p. 137)$$

qui est la deuxième de nos équations fondamentales. Et, comme nous avons fait pour la première, nous pouvons l'écrire :

$$\pi = W_1 + \frac{I - S}{O} = \frac{1}{e} W + \frac{I - S}{O}.$$

II. — Conditions de l'équilibre interne.

D'après les deux équations fondamentales que nous avons obtenues, nous voyons que les niveaux des prix π

et P peuvent varier, soit par suite du premier facteur $\frac{E}{O}$,

soit par suite du second facteur $\frac{I - S}{O}$ ou $\frac{I' - S}{R}$. Nous

considérons que le niveau des prix est en équilibre lorsqu'il est égal au coût de production, c'est-à-dire lorsque nous avons :

$$I - S = I' - S = 0, \quad \text{ou} \quad \pi = P = \frac{E}{O}.$$

Il nous faut donc étudier les conditions à réaliser pour maintenir cet équilibre. Elles peuvent se résumer ainsi : le profit doit être nul, la valeur et le coût de production des nouveaux investissements doivent être égaux au volume de l'épargne et le taux de l'intérêt sur le marché doit être égal au taux naturel. Nous verrons que ces trois conditions vont de pair, car si l'une d'entre elles est réalisée, les autres le sont également par le fait même.

A quoi est égal le profit ? Le profit total Q est évidemment la somme du profit Q_1 réalisé par les producteurs de marchandises de consommation, et du profit Q_2 recueilli par les fabricants de marchandises d'investissement. Or, le profit représente la différence entre le prix de vente et le coût de production, donc :

$$Q_1 = (P.R) - \left(\frac{E}{O}.R\right) = (E - S) - (E - I') = I' - S$$

(I, p. 138)

$$Q_2 = I - I'$$

donc :

$$Q = Q_1 + Q_2 = I' - S + I - I' = I - S.$$

C'est donc le profit qui est l'expression de cette mystérieuse différence entre I et S d'une part, et I' et S d'autre

part, différence très importante puisque c'est elle qui donne toute leur signification aux équations de Keynes.

Et c'est cette différence qui va permettre à notre auteur de justifier sa définition du revenu dans lequel, on s'en souvient, il ne fait pas entrer le profit. Hayek et Robertson (art. cités) l'en ont critiqué. C'est à tort, répond Keynes (*Economic Journal*, sept. 1931, p. 422), « car si comme il (Robertson) le suggère, nous définissons le revenu comme étant la somme des gains et des profits ($E + Q$ dans ma notation), et l'épargne comme étant la différence entre le revenu ainsi défini et la dépense de consommation ($S = E + Q - P.R$), il en résulterait alors que l'épargne et la valeur des nouveaux investissements seraient exactement égaux ». En effet, le profit, étant la différence entre la valeur de la production et son coût : $Q = (P.R + I) - E$, il en résulte que $I = E + Q - P.R$, d'où enfin $I = S$. En somme, si on classait le profit dans le revenu et si les entrepreneurs maintenaient la même production de marchandises d'investissement, l'épargne ne diminuerait jamais quel que fût l'accroissement des dépenses de consommation, et ne serait non plus jamais accrue quelle que fût la diminution de ces dépenses.

Le profit ainsi défini est donc un effet de la situation, puisqu'il dépend de la différence $I - S$; mais, dit Keynes (I, p. 140), « il est aussi le principal ressort du changement dans le système économique actuel ». Pour que les niveaux des prix soient en équilibre, c'est-à-dire égaux au coût de production, il faut que les termes $I - S$ et $I' - S$ soient nuls, c'est-à-dire que le profit soit égal à 0. Si ce n'est pas le cas, si la valeur ou le coût des investissements dépasse le volume de l'épargne ou inversement, alors les entrepreneurs réaliseront des profits ou subiront

des pertes. Dans le dernier cas ils peuvent pendant un certain temps persister à maintenir leur production au rythme habituel dans l'espoir que les choses s'arrangeront ; et ils feront face au déficit qu'ils jugent devoir être temporaire, soit en restreignant leur consommation, soit en empruntant des fonds. Mais tôt ou tard, si le déficit persiste, ils devront restreindre leur production : d'où, à la longue, baisse des salaires, c'est-à-dire de $\frac{E}{O}$.

Dans l'autre hypothèse, ils seront poussés à accroître leur production dans les limites que leur permet leur outillage. Au besoin même, si les profits sont assez grands, ils développeront leur entreprise. Le volume des emplois sera donc accru ainsi que le taux des salaires. Le profit provoquera donc une augmentation du coût de production. Dans les deux hypothèses le deuxième terme de nos équations réagit sur le premier et change par le fait même la position d'équilibre du niveau des prix.

Keynes fait d'ailleurs remarquer (I, p. 159) que lorsque la production demande un certain temps, et c'est de plus en plus le cas dans le système économique actuel, les entrepreneurs se déterminent souvent d'après le prix futur auquel sera vendu le produit actuellement en cours de fabrication lorsqu'il arrivera sur le marché. Ils considèrent l'état de ce dernier, la demande probable, le prix des matières premières et ils supputent, avec plus ou moins d'exactitude, le prix futur. C'est donc une pensée de spéculation qui dirige la production : c'est le profit futur et non le profit actuel qui accélère ou ralentit son rythme. On conçoit qu'une prévision exacte sur ce sujet exige de nombreux renseignements et beaucoup d'expérience. D'ailleurs, dit notre auteur (I p. 160) si les entrepreneurs se trompent, leur anti-

cipation, bien qu'erronée, apportera pour un certain temps sa propre vérification et agira sur les investissements en accroissant ou en diminuant la mise en cours de production. Il aurait été intéressant de nous dire jusqu'à quel point.

Nous aboutissons donc à cette conclusion que le profit, engendré par la divergence entre l'épargne et les investissements, réagit à son tour sur ces derniers par l'accélération ou le ralentissement qu'il donne au rythme de la production. Il provoque ainsi des variations dans les salaires et change par conséquent la position d'équilibre du niveau des prix.

Or il est un taux de l'intérêt (I p. 154) auquel est maintenue l'égalité entre l'épargne et la valeur des nouveaux investissements, et auquel par conséquent le profit est égal à 0 ; Keynes propose avec Wicksell de l'appeler le taux naturel. Si le taux du marché tend à s'élever au-dessus de lui, cela provoque une diminution du prix et de la production des investissements et un accroissement de l'épargne ; le deuxième terme de nos équations devient négatif et le niveau des prix tend à baisser au-dessous du coût de production. Si à l'inverse le taux du marché tend à baisser au-dessous du taux naturel, le prix et le volume des investissements vont augmenter et l'épargne va diminuer ; le deuxième terme deviendra positif et le niveau des prix s'élèvera au-dessus du coût de production. Nous nous en tenons pour le moment à ces quelques notions sur l'action du taux de l'intérêt, car nous verrons au chapitre suivant le processus très compliqué selon lequel il agit.

La conclusion générale que nous pouvons formuler dès maintenant est que l'équilibre est maintenu si le profit total et le profit sur les marchandises de consommation sont égaux à 0, c'est-à-dire si tout à la fois la valeur et le coût

des investissements sont égaux au volume de l'épargne ; et cela se produit si le taux du marché est égal au taux naturel.

III. — *Conditions de l'équilibre extérieur.*

Jusqu'à présent nous avons considéré un pays isolé et sans relations avec l'extérieur. Or dans la réalité toutes les nations commercent entre elles et les relations internationales sont à l'heure actuelle, et malgré un protectionisme accentué, plus étroites que jamais. Garder l'équilibre intérieur n'est rien si le pays voit son stock d'or se vider peu à peu ou son change se déprécier sous la pression du déséquilibre extérieur.

Ce déséquilibre est provoqué par une différence entre ce que Keynes (I p. 131) appelle la balance étrangère (foreign balance), que nous désignerons sous le nom de balance commerciale, et les prêts étrangers (foreign lending que nous appellerons balance financière. Qu'entend-il par ces deux expressions ? Nos nationaux produisent, soit à l'intérieur, soit à l'étranger des marchandises qu'ils mettent à la disposition de l'étranger (a). Les étrangers de même mettent des marchandises et des services à la disposition de nos nationaux (b). La balance commerciale B est égale à l'excès de la valeur de (a) sur la valeur de (b). D'autre part nos nationaux, par suite des achats qu'ils font d'investissements situés à l'étranger, mettent de l'argent à la disposition des étrangers (a'). Ceux-ci en mettent pour une raison analogue à la disposition de nos nationaux (b'). La balance financière L est constituée par la différence de (a') et de (b) ; elle mesure l'accroissement du capital possédé par nos nationaux et situé à l'étranger ; elle est égale à la balance commer-

cialle B plus les exportations d'or G ($L = B + G$). Nous désignons alors par S_1 la partie de l'épargne qui reste à l'intérieur du pays ; elle est égale à la différence entre l'épargne totale et le montant de la balance financière en tant qu'il n'y entre pas d'exportation d'or :

$$S_1 = S - L + G$$

Les investissements à l'intérieur seront égaux aux investissements totaux I moins la balance commerciale :

$$I_1 = I - B.$$

Nous désignerons par I'_1 la différence entre la valeur I_1 des investissements à l'intérieur et le profit Q_2 réalisé par les producteurs d'investissements :

$$I'_1 = I_1 - Q_2 \text{ ou } Q_2 = I_1 - I'_1$$

Nous avons encore :

$$\begin{aligned} I_1 - S_1 &= (I - B) - (S - L + G) = (I - B) - (S - B) \\ &= I - S \quad (1) \end{aligned}$$

et comme $I_1 - I'_1 = Q_2 = I - I'$

nous avons : $I' = I + I'_1 - I_1$ d'où

$$I' - S = I + I'_1 - I_1 - (I - I_1 + S_1)$$

donc $I' - S = I'_1 - S_1$ (2) (I p. 162).

Dans nos équations fondamentales nous pouvons donc remplacer $I - S$ par $I_1 - S_1$ et $I' - S$ par $I'_1 - S_1$. L'équilibre interne exige donc que nous ayons $I_1 - S_1 = 0 = I'_1 - S_1$; et pour que nous ayons l'équilibre extérieur, il est nécessaire qu'aucun mouvement d'or (importation ou exportation) ne se produise ; or cela ne se réalise que si nous avons $B = L$. « L'équilibre complet exige donc à la fois que $I_1 = S_1$, $I_1 = I'_1$ et que $L = B$ » (I, p. 163). Nous verrons au chapitre VII comment se produit le déséquilibre extérieur. Nous pouvons dire tout de suite que le montant de la balance commerciale dépend des prix relatifs des marchandises et des services à l'intérieur et à l'étranger, et

que le volume de la balance financière est déterminé par les taux relatifs de l'intérêt à l'intérieur et à l'étranger. C'est donc sur ces deux facteurs qu'il faut agir pour préserver l'équilibre extérieur. Nous verrons au même chapitre que la manipulation du taux de l'escompe est, selon Keynes, le moyen approprié pour maintenir ou rétablir cet équilibre.

DEUXIÈME PARTIE

Niveau des Prix

CHAPITRE IV

ACTION DU TAUX DE L'ESCOMPTE

Le taux de l'escompte n'apparaît pas comme facteur dans nos équations fondamentales. Il ne peut donc affecter directement le niveau des prix. Il ne faudrait pas cependant le passer sous silence, car il agit sur P et n d'une façon indirecte, en modifiant la relation entre l'épargne et les investissements et en affectant par contre-coup le premier facteur $\frac{E}{O}$, qui représente le coût de production.

L'action du taux de l'escompte a donné déjà lieu à bien des discussions ; et cependant c'est une matière qui est loin d'être complètement éclaircie. Les théoriciens ont élaboré des constructions ingénieuses, dont pas une, selon Keynes, n'est entièrement satisfaisante.

Les quantitativistes, cherchant une explication en rapport avec leur théorie, prétendent que les variations du taux de l'escompte restreignent ou accroissent la quantité de monnaie, laquelle, par son augmentation ou sa diminution, agit sur le niveau des prix. Keynes (I p. 189) ne nie pas cette influence ; mais, dit-il, l'effet sur les prix n'est pas propor-

tionné au changement dans la quantité de monnaie. Et d'ailleurs ce n'est voir qu'un aspect de la question et c'est négliger des éléments essentiels.

D'autres économistes attachent une importance considérable à la réserve d'or de l'Institut d'émission et aux migrations du métal précieux. Ils ont remarqué que les variations du taux de l'escompte, en attirant et en repoussant les capitaux nationaux et étrangers, agissent sur la balance des comptes et provoquent des mouvements d'or. La manipulation du taux de l'escompte est donc un moyen pour la banque centrale de protéger sa réserve de métal. Mais alors, dit Keynes, la hausse du taux de l'escompte qui a pour effet de restreindre le crédit, accroît d'un autre côté la base du crédit puisqu'elle provoque une augmentation de la réserve de métal. Quel sera le résultat ? Et d'ailleurs c'est, là encore, ne voir qu'un aspect de la question.

Certains auteurs (Marshall, Hawtrey...) estiment que le taux de l'escompte agit sur les investissements, mais ils conçoivent cette action de manières bien différentes. M. Rist (*Déflation en pratique* p. 117) l'expose de cette façon : « L'élévation du taux de l'escompte en restreignant le crédit... détermine en effet... une vente forcée, une liquidation des stocks, dont l'action sur les prix dépasse de beaucoup celle que peut exercer la restriction directe des moyens de paiement ». Ces économistes n'ont fait qu'entrevoir la vérité.

Seul un auteur allemand Knut Wicksell (*Geldzins und Güterpreise*, 1898) a eu l'idée d'un taux « naturel » de l'intérêt qui ne tend à provoquer ni baisse ni hausse dans les prix ; et il est le premier qui ait montré clairement que l'influence du taux de l'intérêt sur le niveau des prix s'exerce à travers son effet sur le taux des investissements.

Keynes va reprendre sa pensée en la mettant d'accord avec sa propre théorie.

Il importe de distinguer plusieurs notions : *a)* le taux du réescompte, c'est-à-dire celui auquel la Banque Centrale est obligée de par la loi ou la coutume à consentir aux banques affiliées des avances sur effets de commerce ; *b)* le taux de l'escompte, ou taux auquel les banques font des prêts à court terme sous forme d'avances sur effets de commerce ; *c)* le taux de l'intérêt à court terme ; *d)* le taux de l'intérêt à long terme ; *e)* et enfin ce que Keynes (I p. 201) appelle le taux du marché, c'est-à-dire l'ensemble du taux à court terme et du taux à long terme. Dès lors, la discussion qui va suivre peut se résumer ainsi : le taux du réescompte détermine le taux de l'escompte ; celui-ci détermine le taux à court terme, duquel dépend le taux à long terme ; et le taux du marché, composé des deux derniers, détermine la relation entre l'épargne et les investissements. Nous renvoyons au chapitre VII l'étude de l'action du taux de l'escompte en relation avec l'équilibre extérieur.

I. — *Action du taux du réescompte.*

Beaucoup des prêts consentis par les banques sont fixés à un taux en relation définie avec le taux du réescompte de la Banque Centrale, 1 % au-dessus par exemple. Par conséquent toute hausse de ce dernier entraîne une élévation automatique parallèle du taux des prêts consentis par les banques, et en particulier du taux de l'escompte.

On pourrait penser cependant que les banques puissent se montrer récalcitrantes et refuser de suivre la Banque Centrale dans sa politique d'argent cher. Mais il y a peu de

chance que cela se produise. En effet, lorsque le taux du réescompte s'élève, les banques voient diminuer leur marge de profit, de sorte que, à moins d'augmenter le taux de leurs prêts, elles se verront bientôt dans l'obligation de renoncer à réescompter et par conséquent à créer de la monnaie de crédit. En voici l'explication.

Les banques font des prêts au public et en particulier aux commerçants (donc créent de nouveaux dépôts) au moyen de l'argent qu'on a déposé précédemment chez elles ; mais elles conservent toujours des ressources liquides, ou réserves, soit en caisse, soit à la Banque Centrale, pour faire face aux demandes de remboursement des premiers déposants (qui leur ont confié des fonds). Comme ces derniers ne viennent pas tous le même jour retirer leur argent, il suffit que les banques maintiennent en réserve une assez faible proportion, 10 à 15 % (II chap. 25), du montant total de leurs dépôts ; le volume de ces derniers se monte ainsi à 7 ou 9 fois le montant de leur réserve.

Or il est à remarquer qu'elles prêtent toujours jusqu'à la limite de leurs moyens. Lorsqu'elles sont arrivées à cette limite, elles ne peuvent plus consentir de prêts, à moins d'élever le plafond de leur crédit en augmentant le volume de leur réserve. Elles le font alors en réescomptant à la Banque Centrale une partie de leurs effets en portefeuille. Si le taux du réescompte s'élève, leur marge de profit, représentée par la différence entre le taux de leur escompte et le taux auquel la Banque Centrale leur consent des avances, diminue. Elles sont par conséquent moins tentées de recourir à ces avances pour créer du crédit. Si même le taux du réescompte s'élève suffisamment, les banques, pour éviter des pertes, sont placées devant une alternative ; ou bien elles élèvent le taux de l'escompte, et la discussion

est dès lors terminée ; ou bien elles le laissent intact, mais Keynes démontre par le calcul (II p. 245-246) que dans ce cas, elles doivent renoncer à réescompter et par conséquent à créer de la monnaie de crédit. Or il y a fort à parier qu'elles choisiront la première hypothèse.

Il resterait d'ailleurs à la Banque Centrale un dernier moyen pour rendre effectif le taux de son réescompte. Ce serait de recourir aux opérations du marché libre, qui, nous le verrons au chapitre X, agissent sur les réserves des banques et par conséquent sur le volume de la monnaie de crédit. La seule menace d'y faire appel suffit souvent à imposer aux banques une modération et une sagesse dont elles ne voulaient pas.

Si, au lieu de considérer l'élévation du taux du réescompte, nous examinons sa diminution, nous voyons qu'elle entraîne une baisse parallèle du taux de l'escompte. Les banques en effet, pour accroître leurs profits, font du crédit dans toute la mesure du possible ; elles baissent dès lors autant qu'elles le peuvent le taux de leurs prêts de façon à attirer le plus possible les emprunteurs. Ce cas ne présente aucune difficulté.

Nous pouvons donc conclure qu'il règne une étroite relation entre le taux auquel les banques font des avances sur effets de commerce et le taux du réescompte de la Banque Centrale ; et dans ce qui suit nous engloberons ces deux notions sous la dénomination commune de taux de l'escompte.

II. — *Taux de l'escompte et taux de l'intérêt.*

Le taux de l'escompte détermine le taux de l'intérêt régissant sur le marché et qui se compose du taux à court terme et du taux à long terme. Pour l'intérêt à court

terme, c'est assez facile à comprendre. L'escompte forme à lui seul la grande majorité des prêts à court terme du marché ; et comme il est surtout l'œuvre des grandes banques, le taux que ces dernières proclament s'impose très rapidement dans les transactions. Nous pouvons dire alors que le taux à court terme coïncide à peu de chose près avec le taux de l'escompte.

Ce dernier détermine également le taux de l'intérêt des prêts à long terme. Cette action s'opère selon un processus un peu plus compliqué et dont on ne se rend pas compte à première vue. La voici en deux mots : le taux de l'escompte détermine, nous venons de le voir, le taux à court terme et celui-ci détermine le taux à long terme, de telle sorte que le premier détermine le troisième.

Pour le démontrer, Keynes (II p. 352 et s.) s'appuie sur une étude de Riefler (*Money rates and money market in the United States of America*) lequel a prouvé au moyen des statistiques que le taux des prêts à court terme détermine celui des prêts à long terme. Au premier abord il pourrait paraître illogique que le taux de l'intérêt des prêts ne dépassant pas trois mois déterminât celui des prêts remboursables dans 20, 30 ans ou plus. Et cependant les statistiques démontrent un parallélisme frappant entre les deux, et les courbes qui les traduisent chevauchent à de fréquentes reprises. Voici comment Keynes explique cette curieuse concordance (II p. 357).

Supposons que le taux de l'intérêt à long terme soit élevé comparativement au taux à court terme. Il sera alors avantageux d'emprunter à court terme et au moyen de l'argent ainsi obtenu d'acheter des obligations à long terme : sur une somme de cent francs le bénéfice sera égal à la différence des taux d'intérêt. Cette opération, lorsqu'elle

porte sur des sommes considérables, peut procurer des bénéfices très importants et les spéculateurs ne vont pas manquer d'en profiter. Les entreprises qui se voyaient dans l'obligation de vendre une partie de leurs titres à long terme pour se procurer de l'argent, ne les vendront plus mais emprunteront à court terme, puisque l'intérêt qu'elles auront à payer est moins élevé que celui que leur procurent leurs titres. Cet empressement à emprunter à court terme pour acheter des obligations à long terme provoque une hausse à la fois du taux d'intérêt à court terme et du prix des titres à long terme (dont le taux réel diminue). Ce n'est pas tout. Les banques et les compagnies d'assurances, en possession d'un portefeuille énorme de titres divers agissent dans le même sens : elles se débarrassent de leurs titres à court terme pour se procurer des titres à long terme qui rapportent davantage. Les spéculateurs de profession ne manquent pas d'appuyer encore le mouvement de façon à déclencher dans la foule, dont ils connaissent bien la psychologie, un enthousiasme pour les titres à long terme. Le prix de ces derniers s'élève donc de telle sorte que l'intérêt réel qu'ils procurent est bientôt ramené à égalité avec celui des prêts à court terme.

Le taux de l'escompte par son influence sur le taux à court terme et sur le taux à long terme détermine donc bien le taux du marché.

III. — *Action du taux de l'escompte sur le niveau des prix.*

Or le taux du marché détermine lui-même la relation entre l'épargne et les investissements. Le niveau des prix de la production dépend de deux facteurs $\frac{E}{O}$ et $\frac{I}{O} \frac{S}{O}$; le taux

de l'escompte, par l'intermédiaire du taux de l'intérêt, agit à la fois sur I et sur S et, du mouvement ainsi déclenché, naissent une série de réactions, qui, en fin de compte, provoquent une variation du premier facteur $\frac{E}{O}$.

L'influence que le taux de l'escompte exerce sur le volume de l'épargne est assez facile à comprendre. Lorsque ce taux est assez bas, les gens sont naturellement moins tentés d'épargner; lorsqu'à l'inverse il est à un niveau élevé, le public met de côté une plus grande partie de ses revenus.

L'action sur les investissements est beaucoup plus compliquée. Le taux de l'escompte, selon notre auteur, agit d'une façon directe sur les investissements en capital fixe, et d'une façon indirecte sur les investissements en capital liquide et en cours de production.

Les investissements, dont nous donnerons la composition plus en détail au chapitre suivant, se composent pour une bonne part de capital fixe (constructions, machines...). Par conséquent une variation de la production de ces marchandises entraîne un changement correspondant dans la progression des investissements. Or ce qui détermine les entrepreneurs à réduire ou à augmenter leur production de marchandises-capital, c'est un changement dans le prix de ces marchandises ou dans le volume de la demande. Et le taux de l'escompte, selon Keynes, agit sur ces deux facteurs.

Les investissements se prêtent très bien à des opérations spéculatives (I p. 203); l'emprunteur qui veut investir peut facilement anticiper ou remettre ses achats. Par conséquent un changement du taux de l'escompte, jugé temporaire, par les espoirs ou les craintes qu'il fait naître, pousse les emprunteurs à accélérer ou à ralentir leurs investissements, dont la demande varie dès lors d'une façon beaucoup plus

ample que si le marché estime ce changement devoir être d'une certaine durée.

D'autre part (I, p. 155) « l'attraction des investissements dépend du revenu en perspective que l'entrepreneur attend des investissements courants relativement au taux de l'intérêt qu'il doit payer pour pouvoir financer sa production ». En d'autres termes, le prix des marchandises-capital dépend de deux choses (I p. 202) : « du produit attendu du capital fixe évalué en monnaie et du taux de l'intérêt auquel ce futur produit est capitalisé » ; il diminue si le taux de capitalisation s'élève, il augmente au contraire si ce taux s'abaisse.

Le prix du capital fixe peut donc varier par suite d'un changement, soit dans le produit attendu de ce capital, soit dans le prix de ce produit, soit enfin dans le taux de capitalisation de ce produit. Or, si le taux de l'escompte n'occasionne qu'un effet restreint sur les deux premiers facteurs, il exerce par contre une influence considérable sur le dernier. Sa hausse provoque un mouvement parallèle dans le taux à long terme auquel le produit en question est capitalisé et par conséquent une diminution dans le prix du capital fixe ; il en résulte alors une baisse de P' , le prix des nouveaux investissements, et un ralentissement de la production de ces derniers : d'où baisse de I et de I' .

Mais Keynes n'oublie pas de mentionner que le prix des investissements dépend également de la demande future pour les marchandises-capital et leurs produits. C'est le roc qui a fait échouer plusieurs auteurs. Le difficile est d'en tenir compte ; Keynes y parvient en reprenant la solution suggérée par Wicksell. Il existe, selon ce dernier, un taux d'intérêt, le taux naturel, auquel l'épargne est égale à la valeur des investissements. Ce taux naturel dépend du vo-

lume de l'épargne et de l'opinion du public et des entrepreneurs sur l'état du marché à venir, sur la demande et les prix futurs. Si l'on escompte une hausse de ces prix, une augmentation de cette demande, le taux naturel s'élève (I p. 212). Pour maintenir la stabilité des prix, la Banque Centrale devrait donc ajuster le taux de son escompte à ce taux naturel, car, de cette façon, l'épargne serait toujours égale à la valeur des investissements.

Malgré Wicksell et malgré Keynes, nous sommes entièrement de l'avis de Williams (op. cité p. 578). Nous ne pensons pas que cette distinction du taux du marché et du taux naturel ait une grande utilité. Elle ne résoud pas du tout la difficulté. Ce taux naturel en effet est invisible ; « comme la foi, on le voit par ses œuvres », et ce n'est que dans le cas où les prix restent stables que l'on peut dire que le taux du marché a coïncidé avec le taux naturel. Aussi longtemps par conséquent que l'on n'aura pas construit une théorie plus complète de ce taux naturel, aussi longtemps qu'il restera une pure abstraction, nous estimons qu'il est inutile qu'il vienne encombrer les théories monétaires.

Le taux de l'escompte influence également, mais d'une façon indirecte, les investissements en capital liquide et en cours de production ; il agit alors par l'intermédiaire de ce que Keynes appelle « la marge des emprunteurs non satisfaits », et dont il est le premier, croyons-nous, à construire la théorie (II p. 34). Qu'entend-il par là ?

Si le marché financier était complètement ouvert à la concurrence, n'importe qui, en donnant des garanties suffisantes, pourrait obtenir de l'argent des banques à la condition d'offrir un taux d'intérêt supérieur à celui payé par ses concurrents. Mais il n'en est jamais ainsi : les banques ne considèrent pas seulement les garanties et le taux d'intérêt

qui leur sont offerts ; elles tiennent compte aussi de l'importance du client, et des buts qu'il poursuit. Comme leur capacité de crédit est limitée par le montant de leur réserve, elles avancent de l'argent d'abord à ceux qui ont des entreprises de premier ordre, qui sont leurs clients depuis longtemps ou qui possèdent une grosse influence dans les milieux industriels et financiers. Elles ne satisfont qu'ensuite, et seulement dans la mesure où elles peuvent encore créer du crédit, certains emprunteurs décidés à investir. Si le taux de l'escompte s'élève, les clients habituels des banques vont restreindre leurs demandes de crédit. Les banques, ayant alors une réserve de crédit inemployée, peuvent satisfaire un plus grand nombre de ces emprunteurs qui, dans leur soif d'argent et dans l'espoir des bénéfices importants à réaliser, ce préoccupent assez peu du taux d'intérêt à payer (II p. 367).

Cette opinion ne nous semble guère en accord avec ce que Keynes a dit précédemment. Nous avons vu en effet qu'une hausse du taux de l'escompte provoque une baisse de P' ainsi qu'une diminution des investissements, tandis que dans le passage ci-dessus, cette même hausse engendre un accroissement de ces derniers. Quel sera le résultat ?

Mais d'ailleurs sa conception de la marge des emprunteurs non satisfaits ne nous paraît pas très exacte. Keynes nous semble oublier en effet l'état d'esprit des banquiers. Lorsque le taux de l'escompte s'élève, c'est soit par une mesure spontanée des banques, qui veulent alors restreindre le crédit, soit par suite de l'élévation du taux du réescompte de la Banque Centrale ; or cette dernière mesure est un avertissement qui habituellement rend les banquiers prudents. Il nous semblerait donc que la marge des em-

prunteurs non satisfaits augmente lorsque le taux de l'escompte s'élève.

L'opinion que nous soutenons ici serait d'ailleurs mieux en accord avec ce que dit Keynes dans un autre passage (I p. 263). Il pense alors qu'un accroissement de la quantité de monnaie (qui est associé dans sa pensée avec une baisse du taux de l'intérêt), permet de satisfaire les demandes de crédit d'une plus forte proportion de la marge des emprunteurs non satisfaits et provoque par conséquent une augmentation des investissements. Ici la marge des emprunteurs non satisfaits diminue lorsque le taux de l'escompte s'abaisse. Cette conception nous paraît plus vraisemblable que la première.

Quelle est en définitive l'action du taux de l'escompte sur les investissements et sur le niveau des prix ?

Les changements de ce taux ont (I p. 208) ; « ... un effet direct sur les profits des producteurs de marchandises-capital et sur le taux de leur production, en partie parce qu'ils changent le prix de demande de ces marchandises, et en partie parce qu'ils déterminent les acheteurs éventuels de ces marchandises à anticiper ou à remettre leurs achats », et un effet direct également sur le niveau des prix des marchandises de consommation, dans la mesure où le taux de l'épargne est affecté. La baisse du taux de l'escompte exerce un effet indirect sur le taux des investissements parce qu'elle permet d'accorder du crédit à une plus grande partie de la « marge des emprunteurs non satisfaits ».

Le changement provoqué de la sorte dans P' , le niveau des prix des nouveaux investissements, affecte la relation entre l'épargne et les investissements ; cela engendre une nouvelle variation de P qui se meut dans la même direction

que P' , de sorte que les producteurs de marchandises de consommation voient, eux aussi, leurs profits décroître. Cela n'entraîne pas une baisse immédiate du coût de production. Les entrepreneurs sont liés en effet par des contrats d'une durée plus ou moins longue ; ils peuvent en outre, pendant un temps tout au moins, espérer une reprise des affaires de telle sorte qu'ils continuent à produire, même à perte. Mais à la longue ils finiront par renvoyer des ouvriers et, sous la pression du chômage grandissant, les salaires diminueront. C'est à ce moment seulement, lorsque le coût de production est réduit, que le processus est achevé et que l'équilibre du niveau des prix peut être rétabli.

CHAPITRE V

NIVEAU DES PRIX DES INVESTISSEMENTS

Nous touchons là au centre même de la théorie de Keynes, et c'est malheureusement, il nous faut bien l'avouer, la partie la plus faible de son ouvrage. Sur toute cette matière des investissements il plane une certaine obscurité qui n'a pas été sans soulever de vives critiques (1).

Nous essaierons donc de clarifier autant que possible ce sujet fort compliqué, et nous étudierons successivement les relations entre l'épargne et les investissements, le niveau des prix des investissements et enfin les relations entre P et P' .

I. — *Relations entre l'épargne et les investissements.*

Après avoir défini dans le détail ce que nous entendons par investissements, nous verrons pourquoi une divergence peut exister entre eux et l'épargne et les conséquences que cela entraîne.

Qu'entendons-nous par investissements ? La pensée de

(1) Nous avons écrit à l'auteur pour lui demander quelques renseignements et en particulier des explications complémentaires au sujet de la relation qu'il établit entre le prix des titres, le prix des anciens investissements et celui des nouveaux investissements. Voici ce qu'il nous a répondu : « ... J'en suis venu à penser que l'étude de cette matière dans mon « Treatise on money » laisse fort à désirer. Dans un nouvel ouvrage auquel je travaille, je revise cette étude d'une façon assez complète. Je crains cependant qu'il ne s'écoule quelque temps, avant que je ne sois en mesure de publier quelque chose... ».

Keynes sur ce sujet est loin d'être très claire : Robertson et Hayek le lui ont reproché vivement. Nous séparerons deux notions bien distinctes, d'une part le montant total des investissements, qui comprend évidemment les anciens et les nouveaux investissements, et d'autre part le volume des nouveaux investissements.

Le montant total des investissements comprend (I, p. 130) le capital réel et le capital prêté. Ce dernier est composé des différents droits à recevoir de l'argent à des dates plus ou moins éloignées. Si l'on compte ces droits comme positifs et les dettes ou obligations correspondantes comme négatives, il est évident que ces articles se compensent dans un pays isolé. Mais pour une nation en relation avec l'extérieur, il existe habituellement un solde positif ou négatif dont nous verrons l'importance au chapitre VII. Quant au capital réel, il se divise en trois : *a*) le capital fixe, qui sert plusieurs fois dans le processus de la production et ne cède son utilité que peu à peu pendant un temps plus ou moins long (constructions, machines...); *b*) le capital en cours de production, qui deviendra soit du capital fixe, soit du capital liquide; *c*) le capital liquide, formé des stocks de marchandises liquides destinées soit à la production, soit à la consommation. Tous ces investissements sont représentés par des titres, actions ou obligations, qui sont l'objet des opérations du marché financier.

Les investissements courants ou nouveaux investissements comprennent, dit Keynes (I, p. 128), la production qui n'est pas destinée à la consommation et l'accroissement des stocks de marchandises qui serviront aux consommateurs. La première partie se compose elle-même (I, p. 127) de trois éléments : *a*) l'accroissement du volume des marchandises non finies en cours de production dépassant le volume des

marchandises qui viennent d'être terminées ; *b*) le volume du capital fixe qui vient d'être fabriqué excédant l'usure du vieux capital fixe ; *c*) enfin l'accroissement du capital prêté.

Quelques auteurs (Hayek en particulier) se sont montrés surpris du fait que l'épargne et les investissements pouvaient ne pas être égaux. Keynes qui, nous l'avons vu, ne fait pas rentrer le profit dans le revenu, a fort bien montré que c'est le profit des entrepreneurs qui était l'expression de cette mystérieuse différence, dont au surplus il ne faut pas s'étonner.

L'épargne et les investissements dépendent en effet de personnes bien différentes. L'investissement est décidé par l'entrepreneur qui, compte tenu du taux de l'intérêt, de l'état du marché et de la demande future, se détermine à produire soit des marchandises de consommation, soit des marchandises d'investissement. Keynes nous semble ici un peu trop catégorique, car, Hayek l'a fait remarquer (*Economica*, août 1931, VI), l'alternative pour un entrepreneur n'est pas celle que Keynes indique, mais bien souvent de produire telles ou telles marchandises d'investissement, lesquelles serviront à fabriquer des marchandises de consommation à une date plus ou moins éloignée. Quant à l'épargne, elle est décidée par les individus qui mettent de côté une partie de leurs revenus pour différentes raisons : marchandises trop chères, ressources accrues, développement de la prévoyance. Cette épargne peut servir à deux fins : ou bien elle est accumulée dans un dépôt en banque, ou bien elle sert à acheter des titres, auquel cas elle va entre les mains des entrepreneurs.

La divergence qui peut se produire entre les deux se traduit quelque temps après par certains troubles dans les prix.

Supposons d'abord que certains individus mettent de côté une plus grande partie de leur revenu. Cela signifie qu'ils achètent moins de marchandises de consommation dont les prix vont alors baisser. Il se produit ainsi un accroissement du pouvoir d'achat du reste de la communauté. Ce dernier, par conséquent, peut augmenter sa consommation tout en payant le même prix qu'auparavant. Mais s'il décide lui aussi de restreindre ses dépenses de consommation, il se produit alors une nouvelle baisse du prix des marchandises de consommation. Les consommateurs se sont donc enrichis du montant de leur épargne, mais cette richesse nouvelle a été prise dans la poche des entrepreneurs ; ceux-ci vendent en effet à un prix plus bas et se sont appauvris d'un montant égal à la nouvelle épargne. Il en résulte donc un double transfert, mouvement de consommation des épargnants aux consommateurs en général, et mouvement de richesse des producteurs aux épargnants, la consommation et la richesse totale n'ayant pas changé (I, p. 173).

Si à l'inverse les investissements dépassent l'épargne (I, p. 175), la dépense de consommation est accrue relativement à la production des marchandises destinées aux consommateurs. Le prix de ces dernières s'élève et, les revenus ayant moins de valeur, il en résulte une abstention, involontaire cette fois, de la consommation.

L'équilibre du pouvoir d'achat de la monnaie ne peut être conservé que si l'épargne et les investissements se maintiennent au même niveau. Si parallèlement à une augmentation de l'épargne, il se produit un accroissement des investissements sous forme de capital fixe et de capital en cours de production, sans augmentation correspondante du volume total des emplois, la production des marchandises de consommation est réduite, par suite de l'augmentation des inves-

tissements, du même montant que la dépense des consommateurs est diminuée par suite de l'épargne. Si l'accroissement des investissements se fait sous forme de capital en cours de production avec une augmentation parallèle des emplois, la diminution des dépenses de consommation des épargnants est compensée par une augmentation égale de ces mêmes dépenses provenant de l'accroissement des gains des agents de la production.

II. — *Le niveau des prix des investissements.*

Nous en avons déjà dit quelques mots lorsque nous avons étudié l'action du taux de l'escompte. Nous nous proposons plus spécialement dans cette section de déterminer le prix des anciens investissements et ses relations avec P' le niveau des prix des nouveaux investissements.

Les anciens investissements sont composés principalement (I, p. 249) « de biens qui ne peuvent être reproduits rapidement, de ressources naturelles qui ne sont pas du tout susceptibles de reproduction », de sorte que leur prix n'est pas lié étroitement au coût de production ni au prix du nouveau capital fixe. Ils sont représentés par des titres (actions, obligations) qui circulent de mains en mains et forment l'objet des transactions du marché financier. Leur valeur dépend du prix de ces titres qui est lui-même la résultante (I, p. 142) « du sentiment du public et de la politique du système bancaire ». Etudions donc les facteurs qui déterminent le prix des titres.

Lorsqu'un individu met de côté une partie de son revenu, il lui reste à décider ce qu'il va faire de cette épargne : il peut soit se faire ouvrir à la banque un compte de dépôt, soit se procurer des titres. S'il préfère l'un à l'autre, cela

ne veut pas dire qu'il placera son argent en banque ou achètera des titres à n'importe quel prix. Il tient compte du taux de l'intérêt que la banque alloue aux déposants, du prix des titres et suppute la valeur future de ces derniers. Ce n'est qu'après avoir pesé les avantages et les inconvénients qu'il se décide, soit pour les actifs liquides (dépôts), soit pour les actifs non liquides (titres).

Est-il possible de se rendre compte du choix effectué par le public ? L'argent au moyen duquel les gens achètent des titres tombe entre les mains des entrepreneurs dont les dépôts d'affaires vont être accrus. Hayek a cru alors qu'un accroissement des dépôts actifs (dépôts de revenus et dépôts d'affaires) était l'indice de l'épargne dirigée sur les titres. Pas du tout, répond Keynes (*Economica*, nov. 1931, p. 390) : « L'argent peut être avancé aux entrepreneurs soit pour de nouveaux investissements (ce qui correspond à l'achat de titres par le public), soit pour compenser leurs pertes, et les statistiques de la quantité de monnaie ne nous permettent pas de distinguer ». De même on ne peut se baser sur une augmentation des dépôts inactifs (dépôts d'épargne) pour en conclure qu'il s'est produit un accroissement de l'épargne. En effet, « si je vends des titres à la banque pour avoir des dépôts d'épargne et si la banque permet une augmentation de ses dépôts, la quantité de monnaie est changée sans que rien ne soit arrivé ni à l'épargne ni aux investissements ».

Mais revenons à nos titres ; une analyse du marché de bourse est indispensable pour comprendre les fluctuations de leur prix (I, p. 250 et s.).

Il existe sur le marché financier des individus qui possèdent des dépôts d'épargne, non pas parce qu'ils ont l'intention de conserver leurs disponibilités sous cette forme, mais parce qu'ils ne désirent pas acheter de titres pour le

moment, ou parce qu'ils viennent de vendre ceux qu'ils possédaient ou même ceux qu'ils ne possédaient pas : en un mot, ce sont des spéculateurs à la baisse : ils préfèrent pour le temps présent ne pas avoir de titres et posséder de l'argent liquide.

Si, à un moment donné, une hausse des titres se propage, nos anciens spéculateurs à la baisse vont spéculer à la hausse : ils achètent des titres au moyen de leurs dépôts d'épargne ; le prix des premiers s'élève et le volume des seconds diminue. Mais cela va jusqu'à un certain point ; car, dès que la hausse s'accroît trop et, par son exagération même, fait naître des craintes d'effondrement, une tendance opposée à la première naît dans le public de la bourse. Un nombre de plus en plus grand de spéculateurs vendent leurs titres et se font ouvrir des dépôts d'épargne. Il arrive ainsi un moment où la tendance à la baisse compense la tendance à la hausse et où le montant des dépôts d'épargne ne change plus.

Keynes distingue alors (I, p. 252) quatre types de marchés de spéculation :

1° Un marché entièrement à la hausse de sorte que les dépôts d'épargne M_3 diminuent.

2° Un marché à la hausse mais avec une tendance à la baisse qui se développe de plus en plus, de sorte que les dépôts d'épargne augmentent.

3° Un marché à la baisse mais avec une tendance à la hausse qui se développe, de sorte que M_3 diminue.

4° Un marché entièrement à la baisse de sorte que les dépôts d'épargne augmentent.

Le système bancaire joue un rôle différent selon que le marché est à tendance unique ou à division d'opinion. Si le marché est à la baisse, c'est-à-dire si le public vend ses

titres pour avoir des dépôts d'épargne, et si le système bancaire achète les titres dont les gens se débarrassent et leur fournit des dépôts d'épargne en quantité suffisante, il n'y a pas de raison pour que le prix des titres diminue. Si, au contraire, les banques ne tiennent pas à en acheter, comme les vendeurs sont plus nombreux que les acheteurs, il se produit une chute du prix des titres. Ainsi (I, p. 142), « le changement dans l'attraction exercée respectivement par les dépôts d'épargne et par les titres doit résulter, soit dans une chute du prix des titres, soit dans un accroissement de la fourniture des dépôts d'épargne, soit partie dans l'un, partie dans l'autre. » S'il se produit une chute du prix des titres, on peut en conclure que la tendance à la baisse, c'est-à-dire la tendance à préférer les dépôts d'épargne, n'a pas été suffisamment compensée par la création de tels dépôts par le système bancaire.

Ce dernier, dans un marché où existe deux opinions, peut agir comme intermédiaire entre les deux tendances. Les spéculateurs à la hausse désirent emprunter pour avoir les moyens de se procurer des titres ; le système bancaire, en achetant lui-même des titres, peut en élever le prix jusqu'au point où une tendance à la baisse prend naissance et où une partie du public préfère posséder des dépôts d'épargne. Les banques peuvent alors prêter aux spéculateurs à la hausse l'argent déposé chez elles par les spéculateurs à la baisse.

Le prix des titres est donc bien « le niveau des prix auquel le désir du public d'avoir des dépôts d'épargne est égal au montant de ces dépôts que le système bancaire veut bien et peut créer » (I, p. 142).

Quelles vont être alors les conséquences de ces fluctuations dans le marché de bourse ? Elles ont à la fois une influence sur le prix des investissements et sur le montant de la circu-

lation industrielle. S'il se produit une hausse du prix des titres, il en résulte une hausse parallèle du prix des anciens investissements qu'ils représentent, et « en général, mais pas nécessairement » (I, p. 253), une augmentation de P' , le niveau des prix des nouveaux investissements. Keynes estime donc que le prix des titres détermine celui des investissements. Souvent il en est ainsi ; mais parfois le prix des titres n'est pas la cause ; il n'est, comme le prix des investissements, que la traduction d'un mouvement de spéculation qui agit en même temps sur les deux. L'essentiel d'ailleurs est que les deux mouvements soient parallèles ; dans l'ensemble cela paraît bien être ; on remarquera toutefois que le prix des investissements subit des fluctuations d'amplitude moins considérable que le prix des titres.

Les fluctuations du marché de bourse changent d'autre part le montant de la circulation industrielle. Nous avons vu au chapitre I^{er} que l'on peut diviser le stock monétaire en deux parties : l'une, la circulation industrielle, comprend les dépôts de revenus et la partie A des dépôts d'affaires ; l'autre, la circulation financière, est composée de la partie B des dépôts d'affaires et des dépôts d'épargne. Or, si la quantité totale de monnaie reste la même, tout ce qui passe d'une circulation à l'autre affaiblit d'autant le montant de la première. Si la circulation financière augmente, la circulation industrielle diminue et inversement. Les marchés du type 2 et du type 4 où le montant des dépôts d'épargne augmente, accroissent la circulation financière au détriment de la circulation industrielle, tandis qu'à l'inverse ceux des types 1 et 3 où M_s diminue accroissent le montant de la circulation industrielle. Et le fait que cette dernière augmente exerce sur l'industrie le même effet que si la quantité de monnaie était accrue : cela provoque un accroissement

de la production, surtout de celle des marchandises d'investissement. Nous étudierons cela plus en détail au chapitre suivant.

En résumé, les marchés du type I tendent à déduire le pouvoir d'achat de la monnaie à la fois parce qu'ils augmentent la circulation industrielle et parce qu'ils provoquent une augmentation de P' . Ceux du type 4 à l'inverse tendent à l'augmenter. Quant aux types 2 et 3, on n'en peut rien dire, car ils exercent leurs effets dans deux directions opposées.

On peut conclure (I, p. 254) « que les changements dans la circulation financière peuvent causer des changements dans la valeur de la monnaie de deux façons. Ils ont pour effet d'altérer la quantité de monnaie utilisable pour la circulation industrielle et de changer l'attraction exercée par les investissements. Aussi, à moins que le premier effet ne soit balancé par un changement dans la quantité totale de monnaie, et le dernier par une variation du taux de l'intérêt, il en résultera une instabilité du niveau des prix de la production courante ».

Quelles sont les relations entre le prix des anciens investissements et celui des nouveaux ? Keynes a sur ce sujet des idées très imprécises. P' dépend (I, p. 180) « du niveau des prix anticipé des produits que ces investissements fourniront à une date future et du taux de l'intérêt auquel ces futurs produits sont escomptés dans le but de fixer leur valeur actuelle en capital ». Ailleurs (I, p. 253), notre auteur dit qu'une hausse des titres entraîne généralement une augmentation de P' . Ces deux opinions paraissent à première vue contradictoires. Examinons-les attentivement.

Remarquons que P' dépend d'abord « du sentiment du

public », c'est-à-dire de la spéculation : il est déterminé par la valeur que l'on attend des produits que les nouveaux investissements permettront de fabriquer. Il dépend, en second lieu, comme nous l'avons vu au chapitre IV, du taux de l'intérêt, une baisse du taux de l'escompte (donc de l'intérêt) provoquant une hausse de P' .

Or ces deux facteurs déterminent également le prix des titres et des anciens investissements. Nous avons vu, en effet, toujours au chapitre IV, qu'une diminution du taux de l'escompte engendre un mouvement de même sens du taux de l'intérêt à long terme, donc une hausse du prix des titres. Ce dernier est déterminé également en partie par les pronostics que porte le public sur l'état du marché à venir, sur les prix de revient et les prix de vente futurs des produits que les anciens investissements fourniront.

Par conséquent, le prix des anciens et le prix des nouveaux investissements sont soumis aux mêmes influences, si bien qu'il n'est pas étonnant de les voir subir des variations parallèles de valeur.

III. — *Relations entre P et P'.*

Quel rapport y a-t-il entre le niveau des prix des marchandises de consommation et celui des nouveaux investissements ? (I, p. 136), Keynes affirme que le premier « est entièrement indépendant du second ». Ailleurs (I, p. 181), il dit que « les mouvements de nos deux types de niveaux des prix ont à la longue des relations, et sont en général dans la même direction ». Il semble bien que ces deux phrases soient en contradiction.

Robertson (art. cité) critique la seconde. Selon lui, P et P' , à moins qu'il n'y ait un changement dans le montant des

dépôts d'épargne, doivent se mouvoir en sens contraire « comme deux seaux dans un puits » : si l'un diminue, l'autre doit augmenter et inversement. Il explique son opinion de la façon suivante. Lorsque les gens épargnent plus qu'auparavant, ils achètent moins de marchandises de consommation ; P diminue et les producteurs de ces marchandises subissent des pertes. Si les dépôts d'épargne n'augmentent pas, cela indique que le public, au moyen de sa nouvelle épargne, achète des titres. De la sorte le pouvoir d'achat qui n'est pas dépensé sur des marchandises de consommation est dirigé sur des marchandises d'investissement. Le prix de ces dernières s'élève et les entrepreneurs qui les fabriquent recueillent alors des profits, qui compensent les pertes des producteurs de marchandises de consommation.

Selon Keynes (*Economic Journal*, sept. 1931), cela ne se produit pas de cette façon. Si les consommateurs épargnants transforment leur épargne en titres, il y a bien, comme le pense Robertson, un flot accru de pouvoir d'achat dirigé sur les marchandises d'investissement. Le prix de ces dernières va-t-il s'élever, en l'absence d'un changement dans la tendance à la hausse ou à la baisse ? Certainement non, dit Keynes. En effet, les producteurs de marchandises de consommation cherchent à parer à leurs pertes. De quelle façon ? En vendant sur le marché les titres qu'ils possèdent. Or ces ventes compensent l'achat des titres effectué par les consommateurs épargnants. Le prix des titres, donc des investissements, reste par conséquent au même niveau qu'auparavant, ou y revient s'il s'en est momentanément écarté. Par conséquent une baisse de P ne provoque pas nécessairement une hausse de P' .

Est-ce à dire que P et P' n'aient pas de relations ? Direc-

tement, ils sont certainement indépendants (I, p. 144). « Etant donnés la progression des nouveaux investissements et leur coût de production, le niveau des prix des marchandises de consommation est déterminé par la seule disposition du public quant à l'épargne ; et étant donné le volume des dépôts d'épargne créés par le système bancaire, le niveau des prix des marchandises d'investissement est déterminé par le seul degré de la préférence du public pour les dépôts ».

Mais Keynes ajoute : a) le montant des investissements et celui de l'épargne dépendent en partie du niveau des prix des marchandises d'investissement relativement à leur coût de production ; b) l'attitude du public à l'égard des titres et des dépôts est déterminée en partie par la supputation de ce que sera le niveau des prix des marchandises de consommation relativement à leur coût de production.

Et dans sa réponse à Robertson (art. cité, p. 414-416), il précise davantage les relations indirectes de P et de P' .

P peut affecter les facteurs qui déterminent le prix des titres : un changement dans le niveau des prix des marchandises de consommation affecte dans un sens opposé la tendance à préférer les dépôts d'épargne aux titres. Il rend, en effet, plus ou moins attirante la propriété des investissements qui permettent de fabriquer les marchandises de consommation. La hausse de P provoque donc une élévation correspondante de P' .

Le prix des investissements peut à son tour agir sur P en affectant le volume de l'épargne :

a) Le public épargnant est sensible aux niveaux des prix relatifs des marchandises d'investissement et des marchandises de consommation : il épargne en plus grande propor-

tion quand les premières sont à un niveau raisonnable relativement aux secondes.

b) Les profits ou les pertes des producteurs de marchandises d'investissement ont une influence considérable sur le montant épargné par ces entrepreneurs.

CHAPITRE VI

CAUSES D'UN DÉSÉQUILIBRE DANS LE POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

Ayant déterminé les éléments qui agissent sur le niveau des prix de la production et sur ses deux composants, le niveau des prix des marchandises de consommation et celui des marchandises d'investissement, il nous est possible à présent de dresser une classification des causes d'un déséquilibre dans le pouvoir d'achat de la monnaie et de montrer dans quel ordre les réactions s'enchaînent. Pourtant, avant de procéder à cette étude, il est peut-être bon de « faire le point » et de ramasser en peu de mots toute la discussion qui précède.

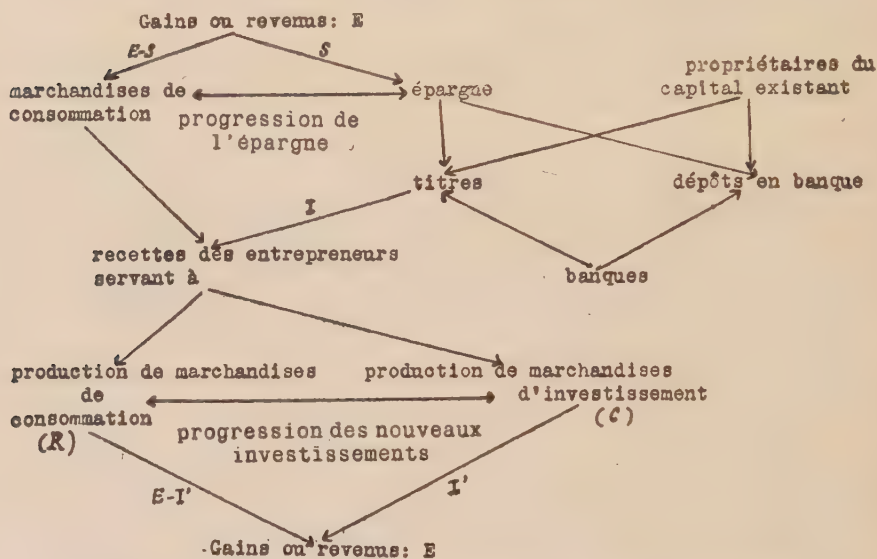
I. — *Résumé de la discussion.*

Nous nous servons pour cela du schéma dressé par Hayek (*Economica*, août 1931, p. 283) qui a l'avantage d'être moins rebutant que les équations de Keynes,

Le revenu de la communauté, qu'on peut appeler également coût de production ou encore gains des agents de la production, sert à deux fins bien différentes : *a*) une partie de ce revenu ($= E - S$) permet à la communauté de se procurer des marchandises de consommation ; *b*) l'autre partie ($= S$) est épargnée. Les gens se décident pour l'une ou l'autre alternative et c'est de leur décision que dépend le volume de l'épargne.

De l'épargne ainsi mise de côté, ils peuvent disposer de

deux façons : ou bien ils se font ouvrir un compte de dépôt à leur banque, ou bien ils achètent des titres (actions ou obligations) ; leur choix est déterminé par le taux de l'intérêt qui leur est alloué, par le prix des titres et par le volume des dépôts que le système bancaire est décidé à créer. Le public déjà possesseur du capital existant a le même choix :



il peut, soit déposer son capital à la banque, soit se procurer des titres.

Les entrepreneurs reçoivent de l'argent de deux côtés : d'une part, ce qui provient de la vente des marchandises de consommation, d'autre part le produit de l'achat des titres par le public. Avec cet argent ils vont financer la production, soit de marchandises de consommation, soit de marchandises d'investissement ; c'est le profit qu'ils espèrent réaliser qui les détermine à produire, soit les unes, soit les

autres ; et c'est leur décision qui détermine la progression des investissements. Il faut remarquer que la décision des entrepreneurs de produire soit des marchandises de consommation, soit des marchandises d'investissement est absolument indépendante de celle des gens qui partagent leur revenu entre l'épargne et la consommation.

Si le public épargne plus que les entrepreneurs n'investissent, il y aura baisse des prix des marchandises de consommation, et inversement, dans le cas contraire.

Si, d'autre part, le public achète moins de titres et préfère augmenter ses dépôts dans les banques, il y aura baisse du prix des marchandises d'investissement.

Et le niveau des prix de la production, qui dépend évidemment de celui des marchandises de consommation et de celui des marchandises d'investissement, est déterminé par ces deux décisions.

II. — *Classification des causes d'un déséquilibre dans le pouvoir d'achat de la monnaie.*

Le niveau des prix de la production, comme nous l'avons vu d'après la formule $\pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O}$ dépend de trois facteurs, E les gains de la communauté, O le volume de la production et I — S la relation entre l'épargne et les investissements. Les causes de déséquilibre affectant le niveau des prix de la production agissent par l'intermédiaire de l'un de ces trois facteurs ou de plusieurs à la fois ; pour en dresser la classification, nous reprendrons la distinction de Keynes qui les divise en trois groupes : les facteurs monétaires, les facteurs investissements et les facteurs industriels (I, p. 259).

I. — Les facteurs monétaires agissent en modifiant la quantité de monnaie utilisable par les entrepreneurs pour le financement de la production. Ils sont au nombre de trois :

A) Il peut se produire un changement dans la quantité totale de monnaie ; c'est le cas le plus simple et celui qui avait été mis depuis longtemps en évidence par la théorie quantitative.

B) Il peut y avoir un changement dans le sentiment du public à l'égard des titres, ou un changement dans l'activité du marché financier ; cela entraîne, comme nous l'avons vu, une variation dans la quantité de monnaie nécessaire à la circulation financière.

C) Les habitudes et les besoins du monde des affaires et plus généralement du public peuvent changer ; de même le caractère de la production n'est pas fixé *ne varietur* ; toutes ces variations entraînent des changements dans la vélocité des dépôts de revenus et de la partie A des dépôts d'affaires et par conséquent dans les besoins de la circulation industrielle.

II. — Les facteurs investissements peuvent provoquer le déséquilibre de trois façons différentes :

A) Un changement dans les facteurs monétaires réagit sur le marché financier et entraîne une variation du taux de l'intérêt et par suite du prix et du taux des investissements.

B) Il peut se produire un changement dans l'attraction exercée respectivement par l'épargne et les investissements.

C) Le maintien de l'équilibre extérieur, comme nous le verrons au chapitre suivant, peut nécessiter une variation du taux de l'intérêt qui provoque un déséquilibre dans le prix des investissements.

III. — Viennent enfin les changements dus aux facteurs industriels. La quantité de monnaie dont ont besoin les

entrepreneurs pour la circulation industrielle peut varier par suite, soit d'un changement dans le volume de la production, soit d'une variation du coût $\frac{E}{Q}$ provenant d'un changement spontané ou provoqué dans le taux des gains.

Il nous faut expliquer ce que Keynes entend par cette dernière expression. Si tous les salaires étaient fixés à la tâche ou aux pièces, ils s'élèveraient et s'abaisseraient automatiquement avec le volume de la production ; le niveau des prix π ne varierait jamais que sous l'influence d'un déséquilibre du facteur $I - S$ (I, p. 166). Si, d'un autre côté, tous les salaires étaient fixés en relation avec l'effort fourni, c'est-à-dire s'ils étaient tous des salaires au temps, ils resteraient les mêmes malgré les variations dans le coefficient d'efficacité du travail. Or ce coefficient augmente avec les progrès mécaniques, avec une meilleure organisation de la production : tout progrès dans ce sens par conséquent, en augmentant l'efficacité du travail, accroîtrait le volume de la production sans provoquer une augmentation parallèle des salaires. Il en résulte que le niveau des prix π changerait chaque fois d'une façon inversement proportionnelle à la variation dans l'efficacité du travail.

Or, en fait, les salaires sont fixés selon ces deux modes d'après une proportion qui varie assez fréquemment. Et ce changement de proportion provoque une hausse ou une baisse du niveau des prix pour une raison autre qu'une variation dans les profits des entrepreneurs. C'est un changement spontané.

Du fait qu'il entraîne une variation du niveau des prix, une hausse en particulier, un changement spontané exige un accroissement de la quantité de monnaie. Si le système bancaire n'est pas en état de le fournir ou ne le veut pas,

que va-t-il se passer ? Il va provoquer, dit Keynes (I, p. 167), un déséquilibre entre l'épargne et les investissements et par conséquent va causer des pertes aux entrepreneurs qui changeront alors les salaires offerts aux agents de la production dans le sens voulu par le système bancaire. C'est cette action concertée sur les salaires que Keynes qualifie de changement provoqué.

Telles sont les causes susceptibles de causer un déséquilibre dans le pouvoir d'achat de la monnaie. Elles sont indépendantes les unes des autres et si elles agissent en même temps, leurs effets sont superposables. Mais, généralement, elles se déclenchent dans un certain ordre que voici (I, p. 260) : « Les troubles causés par les changements du type I agissent normalement à travers ceux du type II ; les troubles dûs aux changements du type II... ont tendance à agir à travers ceux du type III... ; et les changements du type III établissent finalement une nouvelle position d'équilibre après une série d'oscillations causées par leur réaction avec une nouvelle série de changements du type II ». Mais Keynes ajoute, et nous attirons l'attention sur ce point : « Les changements du type II B) peuvent aussi provoquer des changements du type I ». Nous avons ainsi des cascades d'actions et de réactions qui s'enchaînent les unes aux autres dans une complexité peu facile à démêler ; et c'est cette complexité qui rend si difficile un exposé satisfaisant d'une dynamique du niveau des prix.

Pour exposer le détail de cette dynamique, nous devrions étudier successivement les réactions provoquées par les changements de chacun des trois groupes. Nous n'en étudierons pourtant que deux : les changements dûs aux facteurs monétaires, que nous verrons dans le paragraphe suivant, et ceux dûs aux facteurs investissements, que nous réservons

pour la troisième partie consacrée à l'étude des crises. Quant aux changements dûs aux facteurs industriels, il est inutile de les étudier à part puisque (I, p. 261) : « Lorsqu'ils se produisent, leur histoire postérieure sera la même que celle des variations semblables causées par les changements antérieurs de l'un des autres types ». Il est donc inutile de nous exposer à des redites qui n'auraient d'autre résultat que d'embrouiller le lecteur.

III. — *Changements dûs aux facteurs monétaires.*

Les trois cas envisagés sous le type I produisent le même effet : ils provoquent un changement soit dans les besoins de la circulation industrielle, soit dans la quantité de monnaie qui lui est fournie. Nous bornerons donc notre étude au cas d'un changement dans la quantité totale de monnaie.

Quel est l'effet d'une augmentation de la circulation, ou, à l'inverse de sa diminution ? Une injection de monnaie dans la circulation accroît les réserves des banques affiliées qui vont alors prêter à des conditions plus avantageuses pour leurs clients. A l'inverse, une diminution de la circulation amoindrit les réserves des banques qui vont se montrer plus difficiles dans l'octroi du crédit et réduiront les prêts qu'elles ont consentis.

Etudions plus spécialement le cas où la quantité de monnaie est accrue. Les prêts qui sont accordés par les banques augmentent d'autant les dépôts des emprunteurs. Mais quels dépôts et quels emprunteurs ? Ce ne sont pas les dépôts de revenus, car on n'emprunte pas d'habitude en vue de la consommation. Ce ne sont pas non plus les dépôts d'épargne, car l'intérêt qu'ils rapportent est inférieur à celui que réclame la banque pour l'argent qu'elle a prêté. L'accrois-

sement ne peut donc se produire que dans les dépôts d'affaires. Une partie de cette augmentation de monnaie tombe ainsi entre les mains des spéculateurs qui se précipitent sur les titres dont le prix s'élève (I, p. 267). A ce moment deux choses peuvent se produire. Cette hausse du prix des titres procure des profits importants aux producteurs de nouveaux investissements qui, par conséquent, vont accroître leur production dans de notables proportions. Ou bien cette hausse peut à un certain moment donner naissance à une tendance à la baisse : en voyant cette hausse s'amplifier, et justement par suite des craintes qu'elle éveille en eux, des individus se mettent à vendre les titres qu'ils possèdent. Si ces baisiers placent l'argent de cette vente à la banque, cela aura pour effet d'accroître le montant des dépôts d'épargne. S'ils le prêtent directement aux spéculateurs à la hausse, cela accentuera encore davantage la hausse des titres.

L'autre partie de l'augmentation des dépôts d'affaires tombe entre les mains des entrepreneurs qui vont être influencés de trois façons par la facilité du crédit :

a) La diminution du taux de l'intérêt provoque une hausse du prix des investissements. L'augmentation de la circulation financière, en permettant une élévation du prix des titres produit le même effet. Pour ces deux raisons les entrepreneurs accroissent la production des investissements.

b) Une partie de la « marge des emprunteurs non satisfaits » reçoit le crédit qu'elle réclamait ; elle embauche des ouvriers et se lance dans la production de marchandises de consommation ou d'investissement.

c) L'appât du profit décide certains entrepreneurs à augmenter leur production même au prix d'un accroissement des salaires offerts aux agents de la production.

Une augmentation de la quantité de monnaie provoque

donc un accroissement de la valeur des investissements et du volume de la production. Comme, d'autre part, le taux de l'intérêt est abaissé, les gens sont moins tentés d'épargner ; il en résultera probablement une diminution de S ; par conséquent les termes $I - S$ et $I - S$ augmentent ainsi que les niveaux des prix π et P .

Sous l'influence des profits réalisés, égaux à la différence $I - S$, les entrepreneurs développent davantage leur production. Ils embauchent des ouvriers et ne tardent pas à se faire concurrence sur le marché du travail : d'où hausse des salaires. Le niveau des prix subit alors une nouvelle augmentation provenant de l'accroissement du terme $\frac{E}{O}$.

Il ne faut pas s'imaginer que tous ces mouvements se produisent sans heurts et sans à-coups, comme ceux d'un mécanisme bien réglé. L'équilibre stable n'est pas réalisé tant que les entrepreneurs réalisent des profits ou éprouvent des pertes. Il n'est atteint que lorsque le coût de production s'est établi à un niveau tel que l'égalité est rétablie entre l'épargne et les investissements.

Mais, malgré un changement suffisant du coût de production, l'inégalité entre I et S peut subsister pendant un certain temps. Elle entraîne alors les prix à un niveau trop haut ou trop bas par rapport aux nouveaux salaires. Et le mécanisme inverse se déclenche, tendant à ramener les prix vers la position d'équilibre. Il se produit ainsi une série d'oscillations d'amplitude de plus en plus faible ; et ce n'est qu'après un temps plus ou moins long que l'égalité se rétablit entre l'épargne et les investissements et que le niveau des prix atteint une position stable (I, p. 270).

Lorsqu'une baisse des salaires est nécessaire, cela ne se produit pas sans heurts. L'entrepreneur sera même parfois

impuissant à la réaliser, aussi longtemps du moins qu'il sera lié par les contrats à longue durée qu'il a conclus précédemment. Certains industriels vont alors se trouver en perte et, n'arrivant pas à produire assez bon marché, se verront dans l'obligation de fermer leurs entreprises. Cela entraînera un chômage grandissant et à la longue une baisse des salaires.

Et cependant nous n'aurons pas encore atteint l'équilibre parfait. Il est probable, en effet, que les salaires n'auront pas tous diminué dans la même proportion ; divers facteurs s'y opposent : situations de fait ou de droit, puissance des syndicats, organisation de la profession. Le changement dans les gains, dispersé au début de façon très inégale selon les individus, demandera donc un certain temps pour se répartir équitablement sur tous les agents de la production (I, p. 271).

La hausse ou la baisse des salaires, c'est-à-dire du coût de production, marque donc l'achèvement du processus suivant lequel une nouvelle position d'équilibre est atteinte. Lorsque les prix ont varié, il importe donc de considérer si ce changement s'opère au bénéfice ou aux dépens des entrepreneurs qui vendent à perte ou recueillent des profits, ou s'il est dû à une hausse ou une baisse du coût de production. Dans le deuxième cas seulement le niveau des prix est parvenu à une position d'équilibre stable.

CHAPITRE VII

DÉSÉQUILIBRE INTERNATIONAL

L'équilibre international requiert, on s'en souvient, que la balance commerciale B soit égale à la balance financière L, c'est-à-dire qu'il n'y ait aucun mouvement d'or entre les pays envisagés. Quelles sont les causes susceptibles de détruire cet équilibre et quels sont les facteurs qui peuvent le rétablir, telles sont les deux questions que nous avons à résoudre.

I. — *Le déséquilibre.*

Le montant de la balance commerciale dépend évidemment des niveaux des prix relatifs entre les deux pays X et Y, et celui de la balance financière est déterminé par les taux d'intérêt relatifs dans ces deux pays. « Le niveau des prix et des revenus d'un pays est affecté non seulement par des changements dans le niveau des prix à l'étranger, mais aussi par des changements dans le taux de l'intérêt, dûs à des changements dans la demande pour les investissements à l'étranger relativement à leur demande à l'intérieur » (I, p. 327).

Prenons le cas d'un changement dans les niveaux des prix. Supposons que les prix diminuent à l'étranger. Nos marchandises seront moins demandées et nos importations vont augmenter : d'où chute de la balance commerciale. Si nous sommes partis d'une position d'équilibre, il en résulte que B devient inférieur à L et que de l'or sort du pays. La

Banque Centrale, moyen classique, élève le taux de l'escompte. Cette hausse produit un effet immédiat sur L : elle retient les capitaux nationaux et attire les capitaux étrangers : d'où diminution de L. Elle provoque d'autre part une baisse du niveau des prix, puis du coût de production et entraîne par là une augmentation de B. De la sorte, l'égalité est bientôt rétablie entre la balance commerciale et la balance financière (I, p. 327).

Prenons maintenant le cas d'une hausse du taux de l'intérêt à l'étranger. Les capitaux nationaux s'évadent et provoquent une augmentation de L qui bientôt dépasse B, de sorte que de l'or quitte le pays. Comme dans le cas précédent, l'Institut d'émission élève le taux de son escompte. Cette hausse retient les capitaux nationaux et entraîne une diminution de L. Elle fait aussi baisser les prix et le coût de production. Sous cette influence B augmente, d'autant plus qu'il vient s'y ajouter une autre cause : la hausse des prix des produits étrangers entraînés par l'afflux de l'or et des capitaux. B augmentant, L diminuant sont bientôt ramenés à égalité.

Tel est, selon Keynes, le schéma suivant lequel jouent la rupture et le rétablissement de l'équilibre. Il est très différent de la théorie courante : suivant cette dernière, la balance financière stimule d'une façon directe la balance commerciale sans altérer sensiblement le niveau des prix et des salaires à l'intérieur. Pour Keynes (I, p. 329) B ne dépend pas directement de L. Notre auteur affirme, au contraire, que le facteur qui rétablit l'équilibre extérieur, c'est la variation du taux de l'escompte déclenchée par la migration de l'or ; c'est « la menace ou le fait d'un mouvement d'or qui pousse les autorités bancaires des pays intéressés à changer les conditions du crédit de manière à réduire temporaire-

ment le montant net de L et, en dernier lieu, à accroître B , par le moyen d'un trouble dans l'équilibre existant des investissements dans les deux pays, trouble qui provoque des changements appropriés dans les prix relatifs à l'intérieur et à l'étranger ». Selon Ricardo, la raréfaction ou l'abondance de l'or provoquée par les relations internationales engendre une baisse ou une hausse des prix selon ce qu'enseigne la théorie quantitative. Keynes se rapproche de cette conception en ce qu'il fait des migrations d'or la cause initiale ; mais pour lui les mouvements des prix s'opèrent selon un processus beaucoup plus compliqué, sous l'influence des variations du taux de l'escompte.

Le déséquilibre extérieur entraîne des changements dans les conditions du commerce. Supposons que les investissements s'accroissent dans le pays X . Cela entraîne une rupture d'équilibre et celui-ci ne se rétablit qu'à la longue après des changements dans B , L et le taux de l'escompte. Le pays Y produit désormais ce qui peut faciliter les investissements en X . Si Y fabrique maintenant des marchandises produites jusqu'à présent en X , au même prix que ce dernier les produisait, il n'y a pas de raison pour que les salaires diminuent en Y (I, p. 133). Mais si X produit lui-même ses nouveaux investissements et ne fabrique plus les marchandises que jusqu'alors il exportait en Y , il n'en est plus de même. Si X exportait ces produits, c'est qu'il y trouvait avantage. Le fait que Y les fabrique désormais indique que les salaires dans ce dernier pays ont diminué relativement à ceux de X . Dans ce cas les rapports commerciaux ont changé d'une façon défavorable à Y . Cette altération est mesurée (I, p. 334) « par le changement proportionné dans les prix des marchandises exportées par Y relativement au changement proportionné dans les prix des marchandises

importées ». L'altération peut être minime ; mais si le pays X impose sur les marchandises du pays Y des droits de douane très élevés, si Y ne peut fournir directement les produits nécessités par les investissements en X, ou si, dernière hypothèse, les capitaux s'évadent de Y par suite d'un manque de confiance, les conditions du commerce sont altérées d'une façon très grave pour ce dernier pays.

Le montant de la perte qu'il éprouve ou du gain qu'il réalise dépend de deux choses (I, p. 334) : 1° de la perte immédiate occasionnée par le changement dans les conditions du commerce : ce pays donne, en effet, plus d'exportations pour une quantité donnée d'importations ; 2° de l'accroissement futur du revenu provenant de cette augmentation des investissements faits par ses nationaux dans le pays X et de l'amélioration future des conditions du commerce qui en résultera.

Si l'on désigne par E_2 le volume des exportations et par F_2 celui des importations dans la nouvelle position ; par p_1 , q_1 le prix des exportations et des importations dans l'ancienne position, par p_2 , q_2 leur prix dans la nouvelle, alors, en admettant que les salaires sont les mêmes dans le commerce d'exportation que dans les autres branches et que le volume de l'épargne ne change pas, la perte résultant de la chute du prix des marchandises exportées relativement à celui des marchandises importées est donnée par la formule :

$$E_2(p_1 - p_2) - F_2(q_1 - q_2).$$

Si d'autre part nous désignons par s la hausse proportionnée du taux de l'intérêt et par L' le montant de la balance financière dans la nouvelle position, le gain provenant des prêts à l'étranger est égal à $s.L'$. Le gain total (ou la perte totale) pour le pays prêteur est alors donné par la formule :

$$s.L' - E_2(p_1 - p_2) - F_2(q_1 - q_2) \quad (\text{I, p. 345}).$$

Le déséquilibre extérieur peut donc produire un changement dans les salaires et dans les conditions du commerce. Mais ce changement peut, soit retomber sur un seul pays, soit être partagé par les deux. Cela dépend du fait qu'ils laissent varier ou non le montant de leur réserve métallique (I, p. 336).

Si le pays X chez qui se produit l'augmentation des investissements ne voit pas d'inconvénient à recevoir de l'or, ce pays n'a pas à se préoccuper de l'équilibre extérieur. Le pays Y, par contre, qui voit diminuer la réserve métallique de sa Banque Centrale, est dans l'obligation d'élever le taux de son escompte s'il veut conserver son or. Mais cette hausse provoque une baisse des prix et du coût de production ; c'est lui, par conséquent, qui subit tout le poids du changement.

Si, à l'inverse, il lui est égal de perdre une partie de son or et s'il préfère ne pas changer le taux de son escompte de peur d'entraîner un changement dans les prix, le flot de métal précieux provoque alors dans le pays X une véritable inflation avec hausse des prix et du coût de production. Dans ce cas, c'est ce dernier pays qui est la victime. Mais Keynes (I, p. 338) n'oublie pas de faire une remarque qui a son importance : « Comme il y a généralement beaucoup plus de répugnance à perdre de l'or qu'à en recevoir, c'est le pays prêteur qui aura souvent à supporter le poids du changement. »

On peut conclure de tout ceci (I, p. 342) : 1° que le rétablissement de l'équilibre international peut exiger un changement dans les taux relatifs des salaires dans les différents pays ; 2° que l'importance de ce changement pour chaque pays dépend de deux facteurs : a) de la difficulté plus ou moins grande qu'il éprouve à changer de production, c'est-

à-dire du « montant du changement nécessaire dans les conditions du commerce » ; et *b*) de la proportion du changement qui échoit à chaque pays par suite de la politique et de la puissance de son système bancaire.

II. — *Facteurs du rétablissement de l'équilibre extérieur.*

Ils sont au nombre de deux, le taux de l'escompte et le taux du change.

D'après la discussion qui précède, on a déjà pu entrevoir quel pouvait être le rôle du taux de l'escompte dans le rétablissement de l'équilibre extérieur. Son élévation agit à la fois sur *L* et sur *B*. Son action sur *L* est très rapide : elle retient à l'intérieur les capitaux nationaux et attire les capitaux étrangers ; elle provoque donc une diminution du montant de la balance financière. Sur *B* elle agit d'une façon plus lente : il faut, en effet, qu'elle ait le temps de causer une chute des prix et du coût de production telle qu'il en résulte une augmentation des exportations et une diminution des importations. *B* augmentant et *L* diminuant sont bientôt ramenés à égalité.

Mais il ne faut pas oublier que le taux de l'escompte influe également sur l'épargne et les investissements. Par conséquent, pendant un temps tout au moins, la hausse ou la baisse du taux de l'escompte en vue de maintenir l'équilibre extérieur, peut provoquer un déséquilibre intérieur en détruisant l'égalité entre l'épargne et les investissements. Cependant, dit Keynes (I, p. 214), cela ne peut durer. En effet, une élévation, par exemple, du taux de l'escompte provoque d'une part une diminution de *L*, et d'autre part, si elle est suffisamment prolongée, une baisse des prix et des salaires, donc une augmentation de *B* ; « pour toute

valeur du taux de l'escompte, il y a donc une valeur de P pour laquelle $B = L$ » (I, p. 215). Comme d'autre part il existe toujours une valeur de ce taux de l'escompte pour laquelle $I = S$, on voit qu'on peut à la longue avoir à la fois l'équilibre interne et externe.

Telle n'est pas notre opinion. Il y a une erreur provenant de ce que dans la phrase citée, Keynes emploie le mot valeur au lieu du mot hausse (ou baisse). Prenons un exemple pour mieux nous faire comprendre. Supposons que le taux de l'escompte soit fixé à 2 % et que l'on ait à la fois $I = S$ et $B = L$. Si un déséquilibre extérieur se produit pour lequel $L > B$, il faut élever le taux de l'escompte au dessus de 2 %, par exemple à 3 % ; si l'on prolonge ce taux suffisamment longtemps, nous obtiendrons de nouveau l'équilibre extérieur $B = L$; mais, par contre, nous n'avons plus l'équilibre entre I et S , et l'inégalité entre eux est maintenue, sinon aggravée, aussi longtemps que l'on prolonge ce taux de 3 %. Pour qu'il n'en fût pas ainsi, il faudrait que la baisse du niveau des prix changeât S et I de façon à ramener l'égalité entre eux. Or c'est un résultat qui nous paraît au moins problématique.

Keynes, selon nous, commet également une erreur dans un autre passage (I, p. 327). Lorsque les prix diminuent à l'étranger, il en résulte une sortie de l'or national provenant du déséquilibre de B et de L ; une hausse du taux de l'escompte entraîne une chute des prix qui rétablit l'équilibre entre la balance commerciale et la balance financière. Une fois cet équilibre rétabli, notre auteur prétend que l'on peut ramener le taux de l'escompte à son ancien niveau. Pour notre part, nous ne le croyons pas. Cette baisse du taux de l'escompte engendre une hausse des prix et ramène ceux-ci à leur ancien équilibre ; il en résulte alors un nouveau désé

quilibre entre B et L. Pour que l'on pût ramener le taux de l'escompte à son ancien niveau, il faudrait que les prix se soient relevés dans le pays étranger.

Le taux de l'escompte n'agit pas toujours comme il serait désirable (I, p. 350). Lorsque le mal à réparer consiste dans une augmentation de L, le remède indiqué est la hausse du taux de l'escompte ; il suffit que cette hausse soit temporaire car elle agit sur L d'une façon très rapide. Malheureusement, dit notre auteur, si courte fût-elle, elle réagit sur l'épargne et les investissements intérieurs et provoque par conséquent une diminution du volume de la production et des emplois : c'est donc une épée à deux tranchants dangereuse à manier. C'est exact ; mais là encore nous ferons la même remarque que précédemment : nous estimons que le fait de ramener le taux de l'escompte à son ancien niveau détruirait les effets que sa hausse a produits.

Enfin, dernière remarque au sujet du taux de l'escompte : sa hausse dans certains cas se montre inopérante, au moins pour une courte période. Après la guerre, dans quelques pays, on a vu se produire, par suite d'un manque de confiance, des exportations en masse de capitaux qu'aucune élévation du taux de l'escompte ne réussissait à entraver. Comme le coût de production ne s'adapte pas immédiatement aux nécessités nouvelles, il en résultait des exportations d'or ou une baisse de la devise nationale qui prenaient les proportions d'une catastrophe (I, p. 335).

Le deuxième facteur du rétablissement de l'équilibre extérieur est le taux des changes. Il ne joue que dans les pays dont la circulation ne repose pas sur un étalon international. Dans cette hypothèse, il ne se produit pas de mouvements d'or ; le seul indice du déséquilibre extérieur est fourni par les variations du change : celles-ci sont la tra-

duction de l'inégalité entre la balance commerciale et la balance financière.

Ces variations tendent elles-mêmes à ramener l'équilibre, en agissant sur les prix d'une manière directe à la différence du taux de l'escompte qui n'opère qu'indirectement.

Si B diminue par rapport à L, le change baisse, la monnaie intérieure se déprécie par rapport aux monnaies étrangères. Le prix des marchandises exportées s'élève sans une progression correspondante du coût de production. Les producteurs les vendent moins cher que les produits étrangers tout en faisant de plus beaux bénéfices. Nos exportations s'accroissent et la balance commerciale augmente. La hausse du taux de l'escompte aurait eu le même effet mais en abaissant le coût de production et le prix des marchandises (I, p. 358).

Si, à l'inverse, B s'accroît par rapport à L, la devise nationale augmente de valeur. Les marchandises que nous exportons jusqu'à présent deviennent plus chères que leur concurrentes étrangères. Nos exportations diminuent et nos importations augmentent : donc la balance commerciale décroît. La variation du change provoque par conséquent une déflation, dont les effets sont toujours douloureux. Il serait préférable, dans ce cas, d'abaisser le taux de l'escompte : cette diminution entraînerait, en effet, une élévation du prix et du coût de production et provoquerait ainsi une baisse de B par l'intermédiaire d'une inflation (I, p. 359).

Comment choisir entre la méthode du taux de l'escompte et la méthode du change ? La seconde est préférable lorsque le déséquilibre est causé par un changement des niveaux des prix à l'étranger, parce qu'elle ne détruit pas l'équilibre intérieur. Elle est également à recommander lorsque le déséquilibre est temporaire et n'exige pas un réajustement défi-

nitif. Mais si la rupture d'équilibre provient d'un changement dans le taux de l'intérêt à l'étranger, la méthode du taux de l'escompte est nécessaire. Rappelons d'ailleurs que la méthode du change n'est possible que dans un pays dont la circulation monétaire ne repose pas sur un étalon international (I, p. 360).

TROISIÈME PARTIE

Fluctuations cycliques

CHAPITRE VIII

FLUCTUATIONS DANS LA PROGRESSION DES INVESTISSEMENTS

On se souvient que, dans notre classification des causes d'un déséquilibre du pouvoir d'achat, nous avons parlé des changements dûs aux facteurs investissements et que nous avons renvoyé à des chapitres ultérieurs l'étude de cette question. Nous lui avons réservé une partie spéciale pour deux raisons. Tout d'abord parce que notre auteur attribue aux fluctuations dans la progression des investissements relativement à la progression de l'épargne le développement du cycle de crédit : or sa contribution à l'étude de ce phénomène est capitale. D'autre part les changements dans le pouvoir d'achat de la monnaie dûs aux fluctuations du facteur I — S ne représentent pas, à proprement parler, le passage d'une position d'équilibre à une autre ; il s'agit plutôt, comme nous le verrons, d'un mouvement de va-et-vient autour d'un niveau qui ne change pas : tout changement dans un sens ou dans l'autre engendre lui-même une réaction et provoque le mouvement opposé ; c'est d'ailleurs de cette oscillation que vient le nom de cycle de crédit.

L'épargne joue un rôle dans le développement de ce cycle ; cependant elle possède une certaine stabilité relative et notre auteur ne la considère pas comme la cause initiale des troubles dans le pouvoir d'achat de la monnaie. Cette dernière, dans la majorité des cas, est un changement dans le volume des investissements. C'est ce changement que nous avons à étudier. Nous verrons successivement les causes et l'ordre de grandeur des variations dans la progression des investissements en capital fixe, en capital en cours de production et enfin en capital liquide.

I. — *Fluctuations dans le volume du capital fixe.*

Le capital fixe est formé de tous les biens qui ne cèdent leur utilité que peu à peu (maisons) ou qui servent plusieurs fois dans la production (biens intermédiaires tels que les machines). Ce qui détermine un entrepreneur à fabriquer du capital fixe, c'est évidemment le profit qu'il espère retirer de cette production. Par conséquent tout ce qui est susceptible d'influer sur ce profit, agit par contre-coup sur le volume de la production du capital fixe. Schumpeter, dont Keynes accepte la théorie, a très bien mis en relief les éléments pouvant causer des variations dans le profit attendu de cette fabrication ; ce sont les nouvelles inventions, l'application des découvertes scientifiques, la conquête de nouveaux marchés, l'ouverture des nouvelles voies de communication, l'introduction de nouveaux produits. Des hommes d'affaires hardis, dans l'espoir de profits considérables, se lancent ainsi dans des voies non frayées.

Mais ils ne peuvent le faire, dit Keynes (II, p. 96), que si le taux d'intérêt n'est pas trop élevé. Et, dit-il, c'est cette influence du taux de l'intérêt et du système bancaire qui le

détermine, qui fait du cycle de crédit un phénomène monétaire et permet de placer son étude dans un traité sur la monnaie. Selon nous, ce qui agit dans l'occurrence, ce n'est pas tant le taux de l'intérêt que la quantité de monnaie disponible et l'état d'esprit des banquiers. Ces emprunteurs désireux de se lancer dans des affaires nouvelles se préoccupent généralement assez peu du taux d'intérêt à payer pour l'argent qu'ils empruntent : l'élément qui importe est la quantité de crédit que les banquiers veulent bien leur accorder.

Le taux de l'intérêt agit, lui aussi, mais d'une autre façon. Nous avons vu en effet que son élévation provoque une diminution du prix des titres, donc du prix du nouveau capital fixe dont la production est par suite ralentie. Les hommes d'affaires dont nous parlons vont alors être attirés par cette baisse du capital fixe. S'ils peuvent trouver du crédit, ils vont monter leur équipement industriel et se lancer dans l'exploitation qu'ils projetaient. Par ailleurs, leurs achats de marchandises-capital font remonter le prix de ces dernières et fournissent par conséquent une nouvelle excitation à la production des investissements.

Il eût été intéressant d'avoir une idée exacte des fluctuations que peut subir le volume des investissements en capital fixe. Malheureusement les statistiques que l'on possède ne donnent que des renseignements très insuffisants (II, p. 97). Elles indiquent pour la plupart le volume des nouvelles émissions. Or, d'une part, celles-ci correspondent à des investissements qui s'effectueront à une date plus ou moins éloignée : il y a donc un manque de synchronisme entre la date à laquelle les titres viennent sur le marché et celle à laquelle ont lieu les investissements correspondants. D'autre part, elles ne nous parlent pas des investissements

qui se font sous forme de constructions et composent une partie très importante du capital fixe. Les variations du volume des émissions ne peuvent donc nous indiquer d'une façon exacte les fluctuations du capital fixe. Les statistiques industrielles portant sur des points spéciaux nous montrent cependant qu'elles sont importantes et en concordance assez étroite avec les phases du cycle de crédit.

Ce fait, d'ailleurs, a été observé depuis longtemps et a donné naissance précisément à une théorie des crises basée sur les fluctuations dans le volume du capital fixe (II, p. 99). Les uns (Tugan-Baranowski) attribuent le cycle de crédit à une sous-épargne ; celle-ci est constituée pendant la crise et mise en circulation pendant la période de prospérité dont elle ne suffit pas à satisfaire les besoins. Les autres (Spiethoff) soutiennent que le cycle est dû au fait que le public investit trop de son épargne dans des entreprises industrielles et ne dépense pas assez sur les marchandises de consommation. Keynes estime que ces deux conceptions ne voient qu'une partie de la question : il n'y a pas sous-épargne ou sur-investissement ; il y a rupture d'équilibre entre l'épargne et les investissements, rupture due à l'un de ces deux facteurs.

Mais sa théorie va encore plus loin que celles de Tugan-Baranowski et de Spiethoff en ce qu'elle tient compte des variations dans le volume du capital en cours de production qui, nous allons le voir, jouent un rôle considérable dans le développement du cycle de crédit.

II. — *Fluctuations dans le volume du capital en cours de production.*

Par capital en cours de production, Keynes entend (II,

p. 116) l'ensemble des marchandises en cours de fabrication ou celles transportées actuellement jusqu'au détaillant. Il y fait rentrer les stocks de matières premières et de produits fabriqués qui sont nécessaires pour alimenter la production, en éviter les à-coups et couvrir les irrégularités saisonnières. Il y comprend par conséquent aussi bien du capital circulant qui ne sert qu'une fois dans le processus de la production (charbon), que des produits qui sortiront sous forme de capital fixe.

De quels éléments dépend le volume du capital en question ? Keynes (II, p. 117) en énumère cinq :

Intervient tout d'abord « l'allure à laquelle les produits ont été introduits dans le processus de la production » sur une période égale au temps exigé pour l'accomplissement de la fabrication. Les divers produits nécessitent un temps plus ou moins long pour être fabriqués, et lorsqu'ils arrivent enfin sur le marché, ils proviennent de matières premières qui ont été mises en cours de production plus ou moins longtemps auparavant. Il importe donc de distinguer trois choses différentes : la mise en cours de production, la production proprement dite et le volume des emplois. En cas de crise, le volume des emplois diminue le premier, puis la mise en cours de production, alors que les produits finis continuent à arriver en abondance sur le marché. En cas de prospérité, le volume des emplois s'accroît le premier, presque en même temps la mise en cours de production s'accélère, tandis que les marchandises finies, qui demandent du temps pour leur fabrication ne suffisent pas à la demande. « Les statistiques de la production indiquent ce qu'ont été les emplois ; les statistiques des emplois indiquent ce que sera la production » (II, p. 119).

Le volume du capital en cours de production dépend en

second lieu de l'intensité et de l'efficacité avec laquelle les agents de la production ont été employés. Lorsque les affaires sont actives et que la demande est pressée de recevoir satisfaction, les entrepreneurs accélèrent leur production par tous les moyens : allongement de la journée de travail, rationalisation, machinisme. Tous ces moyens diminuent la longueur de la fabrication et activent la mise en cours de production. Il en résulte une plus grande demande de capital en cours de production. Mais elle est compensée par une plus grande rapidité de fabrication, de sorte que le volume de ce capital ne change pas proportionnellement à cette demande.

Il dépend en troisième lieu de la durée du processus de la production. Les divers produits exigent un temps d'une durée très différente pour leur fabrication : il est plus rapide de produire des rails d'acier que de fabriquer des soieries et par conséquent la première production exige beaucoup moins de capital en cours de fabrication que la seconde.

Il faut également tenir compte des gains des agents de la production. Si les salaires augmentent, cela élève dans une notable proportion le coût du capital en cours de fabrication. Cet effet est surtout sensible dans les industries qui en exigent beaucoup (constructions, textiles, produits agricoles). « Une crise dans les textiles et un prix relativement bas des produits agricoles (à moins qu'il ne soit dû à des récoltes abondantes), tels que ceux de 1921-1923, qui impliquaient une baisse des salaires... ont dû provoquer une grande diminution dans la demande du capital en cours de production » (II, p. 121).

Le volume de ce capital dépend enfin, lorsqu'il s'agit des produits agricoles, de l'importance des stocks qui doivent être accumulés pour couvrir les irrégularités saisonnières.

Il ne faut pas oublier par ailleurs que la valeur de ces stocks est déterminée par le prix de la marchandise. Une bonne récolte tend à abaisser le prix du produit, donc à diminuer la valeur du stock accumulé ; une mauvaise récolte aurait l'effet contraire.

Le volume des emplois et celui du capital en cours de production vont généralement de pair : une augmentation du premier entraîne un accroissement plus ou moins proportionné du second. Les fluctuations du volume des emplois au cours du cycle de crédit provoquent des variations correspondantes du capital en cours de production. Si elles sont assez considérables pour que le stock normal de ce capital ne puisse être complété rapidement au moyen de la nouvelle épargne ou des investissements en capital liquide, nous avons ainsi « l'explication de l'élément temps dans les périodes de prospérité et de dépression. Le phénomène de la prospérité peut représenter un effort, caché sous le voile du système de crédit, pour refaire le plein du capital en cours de production plus rapidement que cela ne serait possible sous un régime de prix stables. » (II, p. 103).

Des renseignements statistiques compulsés par Keynes, il résulte que la valeur de ce capital représente probablement 40 à 50 % du revenu annuel d'un pays (II, p. 107) et qu'elle varie de 10 à 15 %. Si d'autre part on estime à 12 ou 15 % la partie du revenu national qui est épargnée, il s'ensuit que les fluctuations du capital en cours de production sont entre le tiers et la moitié de l'épargne d'une année (II, p. 112).

Il est peu probable par conséquent que l'épargne soit assez grande pour compléter le stock de ce capital. Elle sert en effet à plusieurs objets : une grande partie est utilisée pour augmenter le capital fixe (principalement sous forme de constructions) ; une autre portion est employée pour des investis-

sements à l'étranger. Il n'en reste donc qu'une petite partie pour compléter à nouveau le stock de capital en cours de production ; il est impossible par conséquent d'y arriver sans rompre l'équilibre des prix et des revenus. Et le déséquilibre peut persister aussi longtemps que le capital n'est pas revenu à son niveau normal (II, p. 112).

On pourrait croire que la diminution de ce capital peut être compensée par une augmentation correspondante du capital liquide ; il serait alors possible de compléter le stock du premier au moyen du second, de sorte que les affaires ne manqueraient jamais des moyens de travailler à plein rendement ; il suffirait de leur en donner le motif (I, p. 130). Mais Keynes estime que les fluctuations du capital liquide sont assez faibles et que l'on ne peut compter sur elles pour contrebalancer les variations du capital fixe et du capital en cours de production.

III. — *Fluctuations dans le volume du capital liquide.*

Cette assertion semble contraire à l'évidence. Au cours du cycle de crédit, à un instant donné, nous voyons les marchandises jetées en abondance sur le marché et leur prix baisser sans qu'elles puissent se vendre. A d'autres moments, au contraire, nous les voyons disparaître avec rapidité et les stocks se révèlent bientôt insuffisants. Il semblerait donc que le capital liquide est soumis à de larges variations.

L'attitude de Keynes surprend au premier abord ; et pourtant tout s'éclaire si l'on se souvient que notre auteur fait entrer une bonne partie des stocks existants dans le capital en cours de production qui, nous l'avons vu, est sujet à d'amples fluctuations. Ne fait partie du capital liquide que cette partie des stocks qui n'est pas en cours de transport

du fabricant au détaillant, ou qui n'est pas destinée à assurer la continuité et la régularité de la production (II, p. 134).

Nous rappelons d'autre part au lecteur que ce capital est destiné soit à la consommation, soit à la production. Bien que Keynes ne le mentionne pas, et que sa pensée soit parfois confuse, c'est cette dernière partie qu'il a surtout en vue dans la discussion qui va suivre.

Notre auteur estime (II, p. 132-133) que lorsqu'on arrive à la fin de la période de crise, à ce moment les stocks de capital liquide, aussi bien que ceux de capital en cours de production, sont presque inexistants et il donne de ce fait deux raisons d'importance inégale.

Lorsqu'on arrive à une période de crise et que les prix commencent à diminuer, la mise en cours de fabrication est ralentie ; mais ce ralentissement ne fait sentir son effet sur le marché qu'au bout d'un temps égal à la longueur du processus de la production. Cette dernière, lorsque le temps en question s'est écoulé, diminue d'une façon brusque. La consommation cependant ne suit pas le même mouvement. Il arrive donc un moment où la consommation absorbe à la fois les quelques stocks qui avaient été accumulés et la production courante qui est ralentie dans de fortes proportions. Lorsqu'on arrive à la fin de la période de dépression et à la veille de la phase de prospérité, les stocks de capital liquide ont presque complètement disparu (II, p. 133). La production a beau être remise en marche immédiatement, il faut toujours un certain temps pour que les produits soient achevés et arrivent en quantité normale sur le marché. Les stocks de capital liquide sont tout juste suffisants pour alimenter les premiers temps de la reprise des affaires. C'est ce manque de capital liquide et de capital en cours de production qui retarde le retour à la prospérité (II, p. 135).

Mais la principale cause s'opposant à une accumulation de capital liquide, c'est le coût de constitution et d'entretien des stocks. Il se compose de quatre éléments.

Il faut tenir compte d'abord des pertes causées par les détériorations possibles de la marchandise stockée ainsi que celles provenant d'un changement dans la demande (une variation dans la mode par exemple). Ce facteur n'est pas très important pour certaines matières brutes, mais il joue un rôle considérable pour les tissus et certains produits semi-fabriqués.

Interviennent en second lieu les frais d'entrepôt et d'assurance qui, pour certaines marchandises encombrantes ou dangereuses (charbon, essence), peuvent être d'un montant très élevé.

Il faut compter en troisième lieu le taux d'intérêt que l'on doit payer pour rémunérer les fonds empruntés à l'aide desquels il a été possible de constituer ces stocks. Hawtrey en fait un élément prépondérant : il pense que les commerçants sont très sensibles au taux de l'escompte. Lorsque ce dernier s'élève, ils sont moins disposés à emprunter et réduisent leurs stocks ; une diminution de ce taux produirait l'effet inverse. Keynes estime au contraire ce facteur presque inopérant et il répond à Hawtrey en reprenant l'argument de Tooke (*History of Prices*) : le taux de l'escompte varie habituellement entre 3 et 6 % ; de telles variations ne sont pas susceptibles de réagir sur la tendance à stocker des commerçants qui empruntent couramment à des taux avoisinant 10 % (I, p. 195-196).

Et notre auteur estime que ces trois facteurs additionnés se montent à 6 ou 10 % par an de la valeur du stock accumulé (II, p. 136).

Mais ce n'est pas tout. Il intervient un quatrième facteur qui, à lui seul, est aussi important que les trois autres : nous voulons parler de la rémunération du spéculateur contre le risque couru, qui est énorme. Le spéculateur qui se lance dans une telle affaire et entreprend de stocker une marchandise dont le prix par suite de son abondance sur le marché a fortement baissé, escompte deux choses : il espère que la baisse des prix va décourager suffisamment la production pour lui permettre d'écouler ses stocks dans un certain délai ; il compte d'autre part que cette diminution de l'offre va relever plus tard les prix de façon à lui permettre de vendre sa marchandise à des prix rémunérateurs. Quelles que soient son habileté et son expérience, il peut fort bien se tromper dans ses prévisions. Aussi n'est-il pas étonnant qu'il s'assure contre ce risque en faisant entrer dans les frais de ses opérations une rémunération considérable que notre auteur ne juge pas inférieure à 10 % par an ; ce qui fait 20 % avec les frais que nous avons trouvés précédemment. Notre spéculateur ne va donc se lancer dans une telle opération que si les prix tombent très au-dessous du prix futur auquel il pense pouvoir écouler sa marchandise ; ils doivent baisser d'au moins 30 % au-dessous du prix futur si les stocks exigent deux ans pour être absorbés (II, p. 137-138).

Nous pouvons donc en conclure avec Keynes qu'une variation du taux de l'escompte de un ou deux points ne modifie pas beaucoup le coût de constitution et d'entretien des stocks et que, d'autre part, ce dernier est si élevé que, à moins d'une baisse des prix considérable, on ne se risque guère à tenter une opération de stockage (II, p. 137).

Les stocks de marchandises liquides ne peuvent donc exister en même temps qu'une production normale. S'ils sont

abondants, cela entraîne une baisse des prix telle que la production diminue fortement, et c'est ce qui permet d'ailleurs d'absorber la marchandise surabondante. Lorsqu'au cours du cycle de crédit l'épargne dépasse les investissements, les marchandises arrivent sur le marché plus vite que celui-ci ne peut les absorber. Or une baisse légère des prix n'est pas suffisante pour encourager à constituer des stocks et à désengorger le marché. Une baisse considérable est nécessaire, mais elle entraîne une diminution de la production, des salaires et du volume des emplois. Il en résulte que le stock de capital en cours de production tombe à des proportions insignifiantes, ce qui accroît d'autant l'inégalité entre l'épargne et les investissements. « Nous avons donc une explication théorique adéquate de la violence et de la rapidité de la crise une fois qu'elle a débuté » (II, p. 147).

CHAPITRE IX

ÉTUDE DU CYCLE DE CRÉDIT

L'analyse que nous avons faite dans le chapitre précédent de la progression des investissements va grandement nous faciliter l'exposition du cycle de crédit. Nous verrons d'abord les causes auxquelles notre auteur attribue ce phénomène, puis nous étudierons dans le détail son développement.

I. — *Les causes du cycle de crédit.*

Certains auteurs (Aftalion, Bouniatan, Hobson) attribuent le cycle de crédit à une sous-épargne ou à une sous-consommation. Ils se basent sur ce fait que l'emploi des biens intermédiaires s'est accru considérablement dans notre économie moderne. Ces biens permettent une augmentation importante de la production, mais ils en allongent de beaucoup le processus. La fabrication du moindre produit exige maintenant un temps assez long.

Si, à un moment donné, les marchandises de consommation existent en quantité insuffisante, leur prix augmente ; c'est une application pure et simple de la loi de l'offre et de la demande. Les industriels, recueillant des bénéfices considérables, s'efforcent d'en produire davantage. Ils commandent des machines et autres biens intermédiaires pour développer leur outillage. Lorsque celui-ci est en état de fonctionner, un certain temps est encore nécessaire pour la production des marchandises de consommation. Arrive à la fin un moment où un flot considérable de marchandises est

déversé sur le marché. Celui-ci en absorbe une partie, mais il est bientôt engorgé. L'offre est devenue trop abondante vis-à-vis de la demande. Il en résulte une baisse des prix et un ralentissement de la mise en cours de production.

Cela n'empêche pas l'engorgement de subsister aussi longtemps que les marchandises qu'on avait commencé à produire avant l'encombrement du marché continuent à arriver. La baisse des prix s'accuse de plus en plus ; les usines se ferment, l'outillage n'est pas renouvelé. La production diminue petit à petit et il arrive brusquement un moment où, non seulement elle n'est plus au niveau de la consommation, mais même où elle devient insuffisante. Il en résulte une hausse des prix et le processus inverse se déclenche. Les industriels veulent produire davantage, mais ils doivent auparavant renouveler leur outillage. On passe ainsi par une surproduction périodique de biens intermédiaires qui facilitent une surproduction de marchandises de consommation que le public ne peut absorber sans une baisse considérable des prix.

Cette théorie attribue donc beaucoup d'importance aux fluctuations de ce que Keynes appelle les investissements. Par là elle se rapproche de la conception de notre auteur. Mais elle s'en éloigne en ce que, pour elle, une sur-épargne provoque un accroissement des investissements, lequel conduit à une surproduction de marchandises de consommation. Pour Keynes, au contraire, c'est une sur-épargne qui n'entraîne pas une augmentation correspondante des investissements qui est la cause des troubles dans le pouvoir d'achat de la monnaie (I, p. 179).

Le niveau des prix de la production $\pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O}$ dépend de deux facteurs $\frac{E}{O}$ et $\frac{I - S}{O}$. Pour qu'il soit en équi-

libre, c'est-à-dire égal au coût de production $\frac{E}{O}$, il faut que

$I - S = 0$, c'est-à-dire que l'épargne soit égale à la valeur des investissements. Si l'égalité est rompue entre les deux, il se produit un changement dans le niveau des prix et le cycle de crédit n'est autre que la manifestation du mouvement de va-et-vient dans le pouvoir d'achat de la monnaie dû aux alternatives d'excès des investissements sur l'épargne et d'excès de l'épargne sur les investissements (I, p. 277). Cette inégalité peut provoquer à son tour un changement

du premier facteur $\frac{E}{O}$. Keynes englobe également dans le cycle de crédit ce mouvement du coût de production dû à l'inégalité de I et S . Par contre, il n'y fait pas rentrer le déséquilibre entre I et S causé par des changements dans les facteurs monétaires.

Un déséquilibre entre l'épargne et les investissements n'a rien qui puisse étonner. Leur montant respectif est décidé par des personnes différentes « déterminées par des motifs différents et ne faisant guère attention les unes aux autres » (I, p. 279). L'épargne dépend du public ; les investissements sont décidés par les entrepreneurs qui agissent en vue du profit à réaliser.

Bien plus, les investissements effectués à une certaine date n'exigent pas un accroissement de l'épargne au même moment, mais seulement à une date plus éloignée. Une augmentation de la production qui provoquera un accroissement du capital fixe ne se fait sentir qu'à la fin du processus de la production ; et c'est à ce moment qu'il faudrait une épargne additionnelle pour la contrebalancer.

Il est assez rare que l'épargne soit la cause initiale du cycle de crédit. Elle est en effet une habitude relativement

constante du public : celui-ci met de côté une proportion quasi invariable de son revenu. Elle ne subit de changements que par suite des variations des prix et des revenus, variations provoquées elles-mêmes par des fluctuations dans les facteurs monétaires, investissements ou industriels (I, p. 280).

Il n'en est pas de même des investissements. Nous avons vu que le capital fixe variait dans de grandes proportions. Des auteurs ont voulu en faire la cause principale du cycle de crédit. Ils n'ont pas tort et Keynes est d'accord avec eux en ce qu'il en fait la cause initiale. Mais il fait remarquer que dans le développement du cycle, les fluctuations du capital en cours de production jouent un rôle considérable qu'on a jusqu'à présent négligé de mettre en relief : le retour à la prospérité en particulier est caractérisé par un accroissement de ce dernier capital (I, p. 280-281).

Le point de départ du cycle de crédit consiste donc dans une augmentation des investissements relativement à l'épargne provoquée par des causes très diverses. « Ce peut être une nouvelle invention, le développement d'un nouveau pays, une guerre ou un retour à la confiance dans les affaires dû à de nombreuses petites influences tendant dans la même direction. Ou bien, si c'est une cause monétaire qui joue le principal rôle, le cycle peut être déclenché par un « boom » à la bourse commençant par une spéculation sur les ressources naturelles ou sur les monopoles de fait, mais éventuellement affectant par sympathie le prix des nouvelles marchandises-capital » (I, p. 302).

II. — *Les phases du cycle de crédit.*

Cette rupture d'équilibre peut se produire de trois façons différentes. Il se peut que les entrepreneurs, attirés par l'ap-

pât de plus grands bénéfices, au lieu de produire des marchandises de consommation comme précédemment, se mettent à fabriquer des marchandises d'investissement. La production des marchandises de consommation est donc restreinte et cette diminution devient apparente à la fin du processus de la fabrication. A ce moment, l'offre étant moins abondante et la demande étant la même, le prix de ces marchandises s'élève (I, p. 283). Il est fort possible que les salaires suivent le même mouvement. En effet, les entrepreneurs, pressés de fabriquer des marchandises-capital, embauchent généralement des ouvriers supplémentaires et se font bientôt concurrence sur le marché du travail : d'où hausse des salaires et inflation de revenu. Les prix s'élèvent proportionnellement à cette dernière, qui mesure l'élévation du coût de production. Néanmoins la hausse des prix sera plus forte que celle du coût de production par suite de l'accroissement des investissements relativement à l'épargne (I, p. 284).

Dans le premier cas, par conséquent, la production des investissements augmente au détriment de celle des marchandises de consommation et le volume de la production totale reste le même.

Mais ce cas est assez rare, et le plus souvent l'augmentation des investissements est accompagnée d'un accroissement de la production totale. Cela peut se produire par suite d'une augmentation du capital en cours de production destiné à devenir du capital fixe, sans que la production des marchandises de consommation soit ralentie. Pour que cela soit possible, il faut que les nouveaux ouvriers embauchés ne soient pas enlevés à la production des marchandises de consommation ; or c'est une chose qui n'a rien d'extraordinaire car il y a généralement des gens sans emploi qui ne demandent

qu'à travailler. Sous l'influence de ces nouvelles offres d'emploi, les salaires s'élèvent dès le début et provoquent une hausse des prix des marchandises de consommation, dont la production n'a pas augmenté et de ceux des marchandises d'investissement, dont le coût de production s'est élevé. La hausse des prix dans ce cas commence donc immédiatement (I, p. 284).

Reste enfin le troisième cas : c'est celui où la production totale augmente par suite d'un accroissement du capital en cours de production, destiné à devenir des produits consommables. Comme dans le cas précédent, il y a augmentation du volume des emplois et hausse des salaires. Il en résulte une hausse des prix. Il est vrai que ceux-ci reviennent à leur ancien niveau, lorsqu'à la fin du processus de la production les marchandises de consommation arrivent en quantité accrue sur le marché. Mais peu importe, car, jusqu'à ce moment, la succession des événements est la même que dans le deuxième cas.

La première phase du cycle de crédit se caractérise donc par une augmentation des investissements, un accroissement des salaires et du volume des emplois et une hausse des prix.

Il n'y aurait rien d'extraordinaire à ce que le cycle commençât par un amoindrissement de l'épargne ou par une diminution des investissements relativement à l'épargne. Mais il importe de remarquer qu'une phase de prospérité engendre une phase de dépression et que celle-ci provoque à son tour une nouvelle phase de prospérité, de sorte qu'il est inutile de s'attarder à décrire des réactions que nous rencontrerons au fur et à mesure que nous suivrons le développement du cycle de crédit (I, p. 285-286).

La hausse des prix, qui est l'aboutissement de la première

phase, provoque la seconde. Du moment que les prix des produits consommables se sont élevés plus que proportionnellement à l'augmentation de leur coût de production, les entrepreneurs qui les fabriquent réalisent des profits égaux à la différence. Ces bénéfices sur lesquels ils ne comptaient guère les poussent naturellement à produire davantage.

Ils y sont d'ailleurs incités pour une autre raison. En effet, les grossistes et les détaillants qui possédaient quelques stocks parviennent, par suite de cette hausse, à les écouler à des prix très supérieurs à ceux auxquels il les avaient achetés. Leurs stocks diminuent donc très rapidement jusqu'à tomber au-dessous de leur niveau normal. Ce que voyant, les producteurs de marchandises de consommation sont poussés à augmenter encore leur production. Nous avons par conséquent une tendance généralisée à accroître le volume de la production de tous les produits consommables.

Les entrepreneurs se font alors une concurrence encore plus vive auprès des agents producteurs. Ceux-ci, bien entendu, exigent des augmentations de salaires : d'où, nouvelle inflation de revenu. Cela accroît encore les prix. Et d'autant plus qu'il vient s'y ajouter une autre influence : si on attend une nouvelle hausse de ceux-ci, les commerçants tendent à stocker des marchandises, « ce qui aggrave encore l'excès des investissements sur l'épargne et précipite ainsi la hausse même en question » (I, p. 288).

Cette hausse générale peut s'accroître pendant un certain temps, mais il arrive fatalement un instant où la chute commence : c'est le moment où, la production des marchandises de consommation étant achevée, celles-ci arrivent en foule sur le marché. C'est cet afflux exagéré de produits qui déclenche le mouvement de baisse et c'est donc la deuxième

phase, celle pendant laquelle s'est effectué cet accroissement du capital en cours de production et du volume des emplois, qui contient en elle le germe de la réaction qui s'ensuit (I, p. 289).

Cette baisse des prix provoque évidemment une diminution des profits des entrepreneurs. Il se peut qu'au total ils réalisent encore des bénéfices ; mais un certain nombre d'entre eux, ceux qui se sont établis les derniers à un moment où le prix d'une installation était déjà plus cher, ou ceux qui se trouvent dans les circonstances les moins favorables, éprouve des pertes sensibles. Ces entrepreneurs, par conséquent, cessent bientôt de produire et la fermeture de leurs usines entraîne une diminution du capital en cours de production, donc des investissements.

Cette diminution des prix et de la production agit sur l'état d'esprit du public de bourse. « L'inflation de capital (qui, comme nous l'avons vu, est influencée par l'opinion plus que par le volume de la monnaie) peut disparaître, faisant place peut-être à une déflation de capital (c'est-à-dire à une chute de P') enlevant ainsi un des stimulants aux sur-investissements » (I, p. 290).

D'autre part, de nombreux spéculateurs réalisent leurs titres et soutirent ainsi de l'argent de la circulation industrielle pour accroître la circulation financière. Or la première, par suite des emprunts obtenus par les entrepreneurs et des salaires de plus en plus élevés payés aux agents de la production, exigeait des sommes de plus en plus considérables (I, p. 303). Il arrive par conséquent un instant où cette tendance à augmenter la circulation industrielle, au moment même où la circulation financière s'accroît elle aussi de son côté, amène le système bancaire à élever le taux de son escompte à un niveau tel qu'il provoque une dimi-

nution des investissements relativement à l'épargne. Par suite de cette diminution le corps entier des entrepreneurs se trouve en perte.

A ce moment c'est la crise, la chute brusque des prix, l'engorgement du marché, la fermeture des usines, les faillites, le chômage. Et tous ces désordres s'enchainent les uns aux autres et se précipitent avec une rapidité progressive, alors qu'au contraire la reprise des affaires est très lente. Comment expliquer ce rythme différent ?

Ici notre analyse du capital en cours de production et du capital liquide va nous servir. Si une baisse légère était suffisante pour inciter les commerçants à augmenter leurs stocks, cet accroissement des investissements en capital liquide augmenterait par le fait même le montant des investissements relativement à l'épargne et l'équilibre serait maintenu au moins pendant un temps ; mais Keynes nous a montré que l'on ne se décide à stocker une marchandise que lorsque son prix a baissé dans des proportions assez considérables pour que la production soit ralentie. Ce n'est donc que lorsque la diminution des prix est très prononcée que les commerçants se décident à accumuler quelques stocks (II, p. 146-147). Mais cette baisse provoque une diminution de la mise en cours de production. De la sorte, lorsque la crise touche à sa fin, la plupart des usines sont fermées ou marchent au ralenti et le capital en cours de production est réduit à d'infimes proportions.

Lorsque le mouvement de reprise des affaires se déclenche, cela signifie que la demande est plus forte que l'offre. Les stocks qui ont été constitués précédemment ne peuvent suffire à alimenter la première. Il en résulte une hausse des prix qui détermine les entrepreneurs à accélérer et à augmenter leur production. L'épargne qui s'est accumulée pen-

dant la dépression leur en fournit les moyens. Mais cela demande du temps car il faut d'abord compléter ou renouveler l'outillage ; ce n'est qu'à la fin du processus de la production que l'offre sera de nouveau égale à la demande ou même la dépassera. Telle est, selon Keynes, l'explication de la rapidité de la chute et de la lenteur de la reprise des affaires.

L'ordre des événements est donc le suivant : « D'abord une inflation de capital qui engendre un accroissement des investissements, lequel provoque une inflation de profit ; puis, une nouvelle inflation de capital et une nouvelle inflation de profit qui durent approximativement aussi longtemps que le processus de production des marchandises de consommation ; troisièmement, une réaction dans le degré de l'inflation de profit et de capital à la fin de cette période ; en quatrième lieu, une chute de l'inflation de capital ; et finalement une diminution des investissements au-dessous de la normale, menant à une diminution du profit » (I, p. 304).



Pour illustrer sa discussion au sujet du cycle de crédit, Keynes élabore ensuite ce qu'il intitule « Un exercice sur la théorie pure du cycle de crédit ». Il prend un cas particulier, et pour ainsi dire schématique, du monde économique et il entreprend à l'aide du calcul mathématique d'étudier les fluctuations du niveau des prix au cours des différentes phases d'un cycle de crédit. La marche à suivre étant ainsi démontrée dans le détail, il étudie ensuite un cas un peu plus général dans lequel il supprime quelques-unes des limitations qu'il avait posées tout d'abord (I, chap. 20).

Nous ne le suivrons pas sur ce terrain pour deux raisons. La première, c'est qu'il ne s'agit plus d'économie politique proprement dite, mais plutôt de mathématique. Son raisonnement, très intéressant et souvent très subtil, ne touche qu'accessoirement aux matières économiques. Les pages sont couvertes d'équations, assez compliquées d'ailleurs pour un profane.

D'autre part, il restreint le cas qu'il étudie par des suppositions tellement nombreuses, il suppose connues tellement d'inconnues, que cette étude, pour intéressante qu'elle soit, est dépourvue de toute portée d'application pratique. C'est d'ailleurs sans doute pour cela qu'il l'intitule « exercice ». Elle ne nous montre qu'une chose, qui a son importance à vrai dire, c'est que Keynes qui, nous l'avons déjà vu, a su analyser d'une façon pénétrante les mobiles psychologiques qui déterminent les actions des individus, rentre par ailleurs, sans contestation possible, dans la catégorie des économistes mathématiciens.

CHAPITRE X

CONTRÔLE DES PRIX ET DES INVESTISSEMENTS

Lorsque Keynes a entrepris de composer un traité sur la monnaie, cela n'a pas été dans la seule intention de se livrer à des recherches spéculatives et de coordonner dans un ensemble cohérent et logique des matières sur lesquelles on n'avait jusqu'alors que des discussions partielles et confuses. Il a poursuivi également, comme d'ailleurs dans ses ouvrages précédents, un but plus terre-à-terre peut-être, mais d'une utilité plus immédiate. Ses équations et les conclusions qu'il en tire ont pour but de lui permettre d'élaborer la ligne de conduite et les principes d'intervention qui doivent inspirer tout système bancaire dans son effort pour amoindrir ou supprimer les désordres monétaires qui, de plus en plus, ravagent le monde. « Une juste compréhension des sujets de ce livre est d'une importance pratique énorme pour le bien-être du monde, surtout à l'heure actuelle » (Préface, p. vii).

En d'autres termes, Keynes est un des partisans fervents, disons-mieux, un des grands promoteurs, de la monnaie dirigée. Dans le second volume de son *Traité*, tout un livre (Livre VII) traite longuement des diverses méthodes d'intervention monétaire ; c'est, croyons-nous, la première synthèse de tous les moyens préconisés par les théoriciens de la monnaie dirigée. Cette partie n'est pas la moins intéressante de tout l'ouvrage et elle contient de nombreuses innovations. Le cadre restreint de cette étude ne nous permet pas de nous étendre par trop sur ce sujet. Il faut cependant que nous

disions quelques mots de la façon dont Keynes entend contrôler les prix et les investissements. Et par là ce chapitre est en liaison étroite avec les précédents, car la stabilisation des prix et le contrôle des investissements, si toutefois ce sont des choses possibles, aboutiraient à supprimer les fluctuations dans le pouvoir d'achat de la monnaie et à faire disparaître les crises.

Le problème du contrôle des prix et de leur stabilisation n'est pas nouveau et l'on peut dire que, depuis les propositions retentissantes de Fisher, il a toujours été d'actualité. Pourtant, malgré l'opinion d'économistes renommés qui concluent à la possibilité d'une stabilisation des prix, l'accord est loin de régner sur ce sujet. La controverse est toujours très vive entre les partisans de la monnaie dirigée qui déclarent que leur système est applicable et doit réussir, et ses adversaires qui ne croient pas à son efficacité.

Keynes dans ses ouvrages précédents, dans sa Réforme Monétaire en particulier, se montrait sur cette question d'une intransigeance assez prononcée et prétendait qu'avec des moyens appropriés le contrôle des prix est possible. Depuis lors son ton s'est adouci. Il n'a pu s'empêcher d'être frappé par l'opinion de plusieurs personnalités financières et économiques, qui n'ont qu'une confiance très limitée dans les moyens d'action donnés au système bancaire pour contrôler le niveau des prix. « J'ai plus de sympathie aujourd'hui que je n'en avais quelques années auparavant pour quelques-uns des doutes et des hésitations qui ont été exprimés en 1927 par le Gouverneur Strong et d'autres devant le comité du Congrès des U. S. A. pour la stabilisation » (II, p. 340). Il eût été en effet au moins téméraire de négliger de parti pris l'opinion de personnes qui sont à la fois des théoriciens de valeur et des praticiens de grande expérience.

Aussi Keynes leur fait-il plusieurs concessions (II, p. 351). En premier lieu, il est certainement plus facile de préserver la stabilité que de rétablir l'équilibre une fois qu'il a été détruit. Il se peut en second lieu qu'un déséquilibre soudain soit provoqué par des causes non monétaires et dans ce cas, malgré des interventions énergiques, le rétablissement de l'équilibre peut exiger un certain temps. Il se peut aussi que des forces sociales et politiques entrent en jeu et entraînent ce que nous avons appelé des changements spontanés dans les gains ; la puissance de ces forces peut être telle que le système bancaire ne puisse les endiguer, malgré les changements contraires qu'il est en mesure habituellement de déclencher. Nous verrons aussi que les plus grandes difficultés proviennent, non pas de l'intérieur, mais des relations avec l'extérieur. Nous irions bien plus loin que Keynes, qui se montre sur ce point un peu trop optimiste, et nous dirons que le côté international est la véritable pierre d'achoppement du système tout entier. Enfin lorsqu'il est question pour le système bancaire de rétablir l'équilibre rompu, on ne veut pas dire par là que son action se fait sentir immédiatement et n'entraîne pas de secousses. Il est vraisemblable, au contraire, qu'il faudra des délais assez longs et qu'il se produira des frictions plutôt douloureuses.

Voilà donc les concessions accordées par notre auteur à ceux qui concluent à l'impossibilité pour le système bancaire de contrôler le niveau des prix. Mais il ne va pas plus loin, et il reste persuadé que les interventions selon la ligne de conduite qu'il préconise seraient couronnées de succès. Quelle politique propose-t-il donc ? Il faut à cet égard distinguer selon qu'il s'agit d'une nation isolée ou d'un pays en relation avec l'extérieur.

I. — *Le cas d'un pays isolé.*

Les mesures recommandées sont au nombre de trois et d'importance très inégale.

La première évidemment et celle à laquelle on s'attendait, c'est la politique du taux de l'escompte : elle est en effet constamment recommandée par les théoriciens de la monnaie dirigée ; c'est leur « cheval de bataille » et c'est d'elle qu'ils attendent les plus grands effets. Mais il importe de remarquer que Keynes, à la différence de plusieurs auteurs, a eu le mérite d'élaborer une théorie du taux de l'escompte en pleine logique avec les effets qu'il en attend.

Comment ce taux de l'escompte peut-il avoir de l'influence sur le niveau des prix ? Nous avons vu que ses variations déterminaient dans une certaine mesure la quantité de la monnaie de crédit et par là peut-être le niveau des prix. Mais notre auteur ne s'y arrête pas car les prix dépendent de bien d'autres facteurs que la quantité de monnaie. Nous avons vu également comment le taux de l'escompte agit sur les taux d'intérêt à court et à long terme et par là sur le prix des nouveaux investissements, donc sur leur production et leur volume ; comment il influe sur l'épargne et la façon dont ces deux effets cumulés provoquent des changements dans le niveau des prix de la production $\left(\pi = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O}\right)$

et de la consommation $\left(P = \frac{E}{O} + \frac{I'-S}{O}\right)$. Nous avons vu enfin (et nous en parlons ici pour n'avoir plus à y revenir) comment la manipulation du taux de l'escompte peut agir sur la balance commerciale et la balance financière et de la sorte maintenir ou rétablir l'équilibre extérieur.

Sur tous ces points Keynes se montre très optimiste, un

peu trop peut-être. L'histoire monétaire nous prouve que, malgré les variations du taux de l'escompte, on n'est pas arrivé à stabiliser les prix. Notre auteur répondrait sans doute que l'insuccès est dû au fait que l'on n'a pas agi suivant les bons principes, et qu'en particulier on croyait « que le taux de l'escompte a fini d'agir quand il a produit une baisse des prix, sans que l'on se préoccupe de savoir si cette baisse est due à une vente à perte ou à une diminution du coût de production, c'est-à-dire si la déflation produite est une déflation de profit ou une déflation de revenu » (I, p. 208). C'est, en effet, dans cette hypothèse seule que l'équilibre peut être atteint.

Malgré tout, nous persistons à croire que, dans bien des cas, la variation du taux de l'escompte peut se révéler inefficace. Parlons d'abord de sa diminution. Quelqu'importante qu'elle soit, on ne peut tout de même pas amener le taux de l'escompte au-dessous de zéro. Or il se peut que ce que notre auteur appelle le taux naturel, c'est-à-dire le taux auquel l'épargne est égale à la valeur des investissements, soit négatif. Une baisse même prononcée du taux de l'escompte peut donc être impuissante à stabiliser les prix.

Voyons maintenant son élévation. Williams (*op. cit.*, p. 580) fait remarquer en premier lieu que le spéculateur et le commerçant se préoccupent surtout de la demande future et que, par conséquent, ils empruntent en dépit d'un taux élevé s'ils escomptent une hausse des prix. Mais nous n'insisterons pas sur ce cas. En effet une élévation du taux de l'escompte coïncide habituellement avec un changement dans l'état d'esprit des banquiers, qui se montrent plus circonspects dans leurs ouvertures de crédit, de sorte que l'effet escompté par Williams ne se produit que dans une faible mesure.

Mais il fait remarquer aussi qu'un taux élevé qui déprime le prix des titres, peut très bien ne provoquer aucune diminution dans celui des stocks, « de sorte que les investissements en marchandises-capital continuent en dépit de la politique de la Banque Centrale ».

Enfin, contrairement à Keynes, nous ne croyons pas que la manipulation du taux de l'escompte procure toujours à la fois l'équilibre intérieur et l'équilibre extérieur.

Notre auteur propose en second lieu les « opérations du marché libre ». Qu'entend-on par là ?

Le bilan d'un Institut d'émission comprend : 1° au passif, le montant de la monnaie en circulation et les réserves des banques affiliées ; 2° à l'actif, l'or en caisse, des titres et des effets de commerce réescomptés, moins le capital de la Banque et ses réserves. Pour ne pas être en perte, la Banque Centrale doit maintenir l'égalité entre son actif et son passif. Si le passif augmente, l'actif doit s'accroître dans la même mesure ; si, par exemple, les réserves des banques affiliées augmentent, il faut qu'une hausse correspondante intervienne soit dans l'or en caisse, soit dans les titres, soit dans les effets de commerce (II, p. 225-226).

Les opérations du marché libre, qui consistent en des achats et en des ventes de titres sur le marché, ont essentiellement pour résultat de faire varier le deuxième poste de l'actif de la Banque Centrale, c'est-à-dire le volume des titres qu'elle possède. Si la Banque fait varier ce poste, elle change le montant de ses crédits et par conséquent le volume des réserves des banques affiliées. Celles-ci, à moins de laisser varier le taux de leurs réserves au-dessus ou au-dessous de la normale (et cela arrive très rarement), sont forcées de changer le volume des prêts qu'elles consentent, d'où variation du montant de la monnaie de crédit. Si, par conséquent,

la Banque Centrale achète des titres, cela provoque une abondance de monnaie ; si inversement elle en vend, il en résulte une raréfaction des moyens monétaires. Les opérations du marché libre ont donc une influence directe sur la quantité de monnaie, à la différence du taux de l'escompte qui n'agit qu'indirectement par les avances sur effets de commerce (II, p. 252).

C'est une politique qui n'est pas nouvelle ; elle a surtout été pratiquée aux Etats-Unis sur une échelle considérable depuis 1922, et, semble-t-il, avec succès, bien qu'elle ait été contrariée par l'afflux d'or sans précédent qui s'est produit à la même époque. Jusqu'ici donc, pas de choses bien neuves. Mais Keynes ne s'arrête pas là ; il propose ni plus ni moins de contrecarrer les crises par une pratique « à outrance » des opérations du marché libre (II, p. 370), qui d'ailleurs agissent sur le taux de l'intérêt à long terme (II, p. 252). Voici comment il conçoit l'opération. En cas de baisse des prix, le public préfère garder des disponibilités sous forme de dépôts plutôt que de conserver des titres dont la valeur peut s'effondrer du jour au lendemain. Si la Banque Centrale achète alors en masse ces titres dont le public désire se débarrasser, elle procure aux banques affiliées plus de monnaie que celles-ci ne peuvent en prêter. Il en résulte une diminution du taux de l'intérêt à court terme. Les banques voyant diminuer leurs profits, achètent elles aussi des titres et secondent ainsi la Banque Centrale. Sous ces achats en masse le prix des titres s'élève et le taux de l'intérêt à long terme s'abaisse dans des proportions considérables (II, p. 371). L'argent étant redevenu bon marché, les entrepreneurs peuvent emprunter à des conditions avantageuses ; c'est de cette façon que Keynes pense stimuler une reprise des affaires et conjurer la crise.

Ces résultats sont-ils bien certains ? Nous ne le pensons pas. Les entrepreneurs ne sauraient que faire de cet argent qui est mis si généreusement à leur disposition ; le marché étant engorgé, les débouchés n'existant plus, la production est fatalement ankylosée et proposer des emprunts avantageux aux entrepreneurs, c'est absolument la même chose que présenter des mets appétissants à un estomac surchargé et malade.

D'ailleurs l'ampleur de ces opérations du marché libre, lorsque la Banque Centrale veut provoquer une diminution de la monnaie de crédit, est limitée par le volume des titres qu'elle possède. A moins d'en posséder un stock considérable, elle peut donc se trouver à court de munitions (II, p. 372). La même éventualité est à craindre quand l'or afflue dans le pays car, dans ce cas, la réserve métallique de la Banque augmente, mais le volume de ses titres diminue (II, p. 259).

C'est pour parer à ce danger que Keynes propose un troisième moyen : la variation du taux des réserves des banques (II, p. 260). Si la Banque Centrale avait en effet le pouvoir de varier à son gré le taux des réserves des banques affiliées, elle aurait un contrôle efficace sur la politique de ces dernières et pourrait les pousser à agir dans telle ou telle direction, puisqu'elle aurait un moyen direct de déterminer le montant de la monnaie de crédit qu'elles peuvent créer. Une proposition dans ce sens a été présentée en 1917 aux U. S. A. par le Federal Reserve Board, mais elle parut tellement révolutionnaire qu'elle ne fut pas acceptée. Keynes estime cependant (II, p. 77) que le pouvoir donné à la Banque Centrale, après délai de préavis de un mois, de varier le taux des réserves des banques affiliées entre 10 et 20 % pour les dépôts à court terme et entre 0 et 6 % pour

les dépôts à long terme compléterait très heureusement son arsenal.

II. — *Le cas d'un pays en relation avec l'extérieur.*

Les trois moyens que nous venons d'envisager seraient suffisants, selon notre auteur, pour préserver des désordres monétaires un pays isolé. Mais il n'existe pas de nation isolée ; tout pays de nos jours est forcément en relation avec ceux qui l'entourent, et c'est des rapports internationaux que naissent les plus grandes difficultés. Keynes, malgré tout son optimisme, est forcé de l'avouer : « Aucune Banque Centrale, membre d'un système international....., ne peut compter préserver la stabilité de son niveau des prix si elle agit en isolée et n'est pas assistée par une action correspondante de la part des autres Banques Centrales » (II, p. 374).

Mais comment arriver à conserver l'équilibre international et à sauvegarder une certaine autonomie de façon à mettre le pays à l'abri des désordres monétaires qui se produisent à l'extérieur ? C'est là toute la question. Il faudrait à la fois contrôler la balance financière et établir une certaine solidarité entre les différentes Banques Centrales.

Il existe plusieurs moyens d'empêcher la balance financière d'être trop sensible aux variations du taux de l'escompte dans le pays et à l'étranger. L'Institut d'émission devrait garder en caisse une proportion d'or supérieure à la réserve légale ou s'assurer des ressources sur les marchés étrangers (II, p. 310-311) ; de la sorte, il ne serait pas constamment préoccupé des variations de son encaisse, aussi longtemps du moins que la réserve légale n'est pas menacée et le taux de l'escompte ne subirait donc pas fréquemment ces fluctuations qui risquent de détruire l'équilibre intérieur.

En second lieu, ce n'est pas difficile d'organiser un marché des titres orienté vers les émissions nationales ; une discrimination par des taxes fiscales entre les titres étrangers et les titres nationaux s'est révélée toute puissante, nous ajouterions même trop puissante, pour réduire au minimum le trafic des titres étrangers sur le marché intérieur (II, p. 312-314). En troisième lieu, une réglementation appropriée des points d'or réduirait la sensibilité de la balance financière aux variations du change. En effet, plus les points d'or sont éloignés l'un de l'autre, et plus le change peut osciller entre ces points sans provoquer de mouvements d'or ni de variations du taux de l'escompte qui en sont la conséquence habituelle. Il suffirait que la Banque Centrale fixât des cours d'achat et de vente du métal étalon séparés par un certain écart, par exemple 2 % (II, p. 325). Cette mesure, renforcée par des ventes et achats de devises sur le marché des changes (II, p. 311), entraverait d'une façon efficace les conséquences que les variations du change peuvent entraîner.

Si, malgré toutes ces mesures de défense, il venait à s'établir un déséquilibre international grave et un chômage général et persistant, Keynes (II, p. 376) propose alors de recourir à un dernier moyen : le gouvernement devrait encourager un programme d'investissements à l'intérieur de façon à employer les chômeurs et à retenir les capitaux. Si même cela devenait nécessaire, il faudrait accorder des subventions à certaines entreprises pour qu'elles soient en mesure de rémunérer les fonds empruntés par un taux d'intérêt assez alléchant ; de la sorte les capitaux seraient moins tentés de fuir le pays qui leur donne un taux d'intérêt supérieur à celui des pays voisins.

Toutes ces mesures sont d'un interventionnisme très accentué, voisin du socialisme. Mais nous doutons qu'elles

soient toujours efficaces. Très souvent, lorsque la balance financière est fortement déficitaire, lorsque l'évasion des capitaux prend les proportions d'une catastrophe, ce n'est pas la différence des taux d'intérêt qui en est cause : c'est le manque de confiance. Cet état d'esprit peut être provoqué pour différentes raisons. Le problème n'est pas tant d'établir des mesures draconiennes qui se révèlent complètement inefficaces : il faut attaquer le mal à sa racine, il faut rétablir la confiance et tout le reste viendra par surcroît.

Il serait nécessaire enfin qu'une certaine solidarité régnât entre les diverses Banques Centrales. Elles devraient pouvoir se secourir les unes les autres en cas de besoin, où devraient tout au moins agir suivant une ligne de conduite qui soit la même pour toutes. L'idéal serait donc d'avoir une direction unique, confiée à une banque internationale qui deviendrait la seule dépositaire du stock d'or et opérerait les règlements entre Banques Centrales par simples virements de compte (II, p. 395-402). La Banque des règlements internationaux, avec quelques modifications dans sa constitution, serait en mesure de jouer ce rôle (II, p. 402-405). Il nous est permis d'être sceptique sur la réussite d'un tel projet. Ce n'est pas à l'heure où l'autorité de la S. D. N. chancelle et où de simples conférences n'arrivent même pas à dresser un programme que l'on peut espérer voir bientôt une banque internationale prendre en main la direction économique et monétaire pour le plus grand bien de l'humanité.

CONCLUSION

Nous avons vu dans l'introduction que les différentes doctrines monétaires peuvent se classer en deux grandes tendances : la théorie quantitative, et la théorie psychologique dérivée de la théorie du revenu. Dans quelle école peut-on placer Keynes ? Telle est la question qu'il importe de résoudre ; et par là notre conclusion est une suite logique de l'introduction.

*
*
*

La théorie quantitative, on s'en souvient, fait de la quantité de monnaie la cause des variations des prix et prétend que cette causalité n'est pas réciproque, que les prix ne peuvent réagir sur le volume de la circulation.

Dans sa « Réforme Monétaire », Keynes s'était montré un quantitativiste convaincu, bien qu'il tint déjà compte plus que Fisher des facteurs psychologiques. Dans son « Treatise on money », au contraire, il critique la théorie quantitative, sans toutefois la rejeter entièrement. Elle renferme une part de vérité : la quantité de monnaie joue un rôle qu'il serait présomptueux de préciser mais qui est certain. Lorsque les fluctuations de la circulation changent le niveau des prix, dit notre auteur (I, p. 220), c'est par l'intermédiaire des variations qu'elles provoquent dans le taux de l'escompte, lesquelles entraînent tous les mouvements que nous avons étudiés au chapitre IV.

Il y a sans aucun doute, dans certains cas, une relation entre le niveau des prix et le montant de la circulation. « Lorsque le niveau des prix est en équilibre avec le coût de production, la quantité de monnaie *utilisable pour la circulation industrielle* régit la situation (si les habitudes et les méthodes n'ont pas changé) » (II, p. 5). Par la phrase entre parenthèses, Keynes veut dire : « si les habitudes et les méthodes dans la recette et la dépense des revenus sont affirmées constantes, si le niveau des revenus et le volume de la production sont donnés et s'il n'y a pas de changement dans la vélocité des dépôts d'affaires A » (II, p. 4). Ce sont là des restrictions très importantes, mais elles laissent néanmoins une influence à la quantité de monnaie.

Ailleurs, Keynes émet à l'encontre de la théorie quantitative des critiques plus graves. En premier lieu, le seul fait qu'il étudie à part la vélocité de la monnaie et qu'il lui attribue l'importance que l'on sait, en est déjà une considérable. Il montre qu'elle joue un rôle qui n'est pas à négliger : la vélocité des dépôts d'affaires est de 70 à 80 environ par an et varie beaucoup ; on conçoit qu'elle soit capable dans certains cas d'annihiler d'une façon complète l'influence d'une augmentation de la quantité de monnaie ou qu'elle puisse au contraire l'exagérer fortement.

En second lieu, il n'y a pas proportionnalité entre les fluctuations des prix et les variations du montant des moyens monétaires en circulation. En effet, « le volume de la monnaie de crédit doit être en relation avec le volume de la production, le taux des salaires, le taux du profit, la vélocité des différentes catégories de dépôts et les besoins de la circulation financière » (I, p. 216-217).

Bien plus, les prix peuvent varier sans mouvement correspondant de la circulation. Les niveaux des prix dépendent

de deux termes, $\frac{E}{O}$ et $\frac{I-S}{O}$ ou $\frac{I'-S}{R}$. Or nous avons vu au chapitre VI que des changements spontanés dans les salaires entraînent une hausse ou une baisse de $\frac{E}{O}$ et par conséquent un mouvement de même sens dans le niveau des prix, indépendamment de toute variation dans la quantité de monnaie. Quant aux termes $I-S$ et $I'-S$, s'ils sont soumis à l'influence du volume de la circulation, ils subissent également celle de beaucoup d'autres facteurs. Qu'il nous suffise de rappeler les diverses causes d'un déséquilibre dans le pouvoir d'achat, que nous avons analysées au chapitre VI.

Enfin, à la différence des quantitativistes, Keynes estime (I, p. 149) que les variations des prix provoquent quelquefois un changement dans la quantité de monnaie. Une variation du second terme des équations fondamentales entraîne à la longue un mouvement de même sens du premier terme $\frac{E}{O}$; autrement dit, lorsque les profits des entrepreneurs augmentent, il en résulte un accroissement de la production et des salaires. Un volume de crédit de plus en plus considérable devient nécessaire, de sorte que, si le système bancaire est consentant, une quantité croissante de monnaie est mise en circulation. Nous avons même vu que c'est la raison pour laquelle certaines hausses de prix se tuent d'elles-mêmes, lorsque le système bancaire n'est pas en mesure d'accroître la circulation monétaire.

En résumé, Keynes admet qu'un mouvement des prix peut fort bien ne pas être provoqué par une variation de la circulation et qu'une fluctuation des prix peut entraîner un

changement dans la quantité de monnaie. Il rejette donc en partie la théorie quantitative.

*
**

Peut-on le faire rentrer dans la théorie du revenu ? Selon cette dernière, une augmentation des gains du public provoque un accroissement de la demande et par conséquent une hausse des prix. Notre auteur attribue bien un rôle important au profit et au revenu, mais il ne le conçoit pas de cette façon.

Pour lui, le profit est le ressort du changement : il détermine en effet les entrepreneurs à produire ou non ; il est par conséquent la cause initiale de la hausse des salaires et de l'élévation des prix qui en résulte. Il provoque bien cette hausse des prix en agissant sur le volume de la demande ; mais d'un autre côté, il combat cette hausse puisqu'il entraîne une augmentation de la production, c'est-à-dire de l'offre. Si l'on examine le profit seul, on ne peut donc rien conclure au sujet du mouvement des prix.

Quant à ce que Keynes appelle revenu, il est bien évident que, lorsqu'il augmente, les gens achètent davantage, de sorte que les prix s'élèvent. Mais notre auteur met en relief deux points de vue que la théorie du revenu néglige. Le public, en effet, ne dépense pas tout ce qu'il gagne ; il en met de côté une certaine partie. Si l'épargne ne varie guère quand les revenus et les prix sont stables, il n'en est plus de même lorsqu'ils subissent des fluctuations, au cours du cycle de crédit par exemple. Et d'autre part, il ne faut pas porter son attention exclusivement sur la demande ; on ne doit pas oublier que l'offre peut changer elle aussi et entraî-

ner des mouvements dans les prix. Keynes n'est donc pas un adepte de la théorie du revenu.



Notre auteur décompose le prix en ses deux éléments, le coût de production et le profit de l'entrepreneur ; le prix est égal, supérieur ou inférieur au coût de production, selon que le producteur vend sa marchandise au prix coûtant, réalise un profit ou éprouve une perte.

Le coût de production, comme nous l'avons vu, varie sous trois influences : soit par suite d'un changement spontané dans les gains des agents producteurs, soit par suite d'une variation dans le caractère de la production, soit par suite de changements dans les profits des entrepreneurs. Lorsque ces derniers réalisent des profits (ou éprouvent des pertes), ils accroissent (ou restreignent la production) et provoquent une hausse (ou une baisse) des salaires.

L'élément important est donc le profit qui, pour les producteurs de produits consommables, est égal à la différence $I' - S$. Il est déterminé par le coût des investissements et le volume de l'épargne. Cette dernière est décidée par les individus. Elle est en relation avec le revenu et si, toutes autres choses restant égales, celui-ci augmente, l'épargne s'accroît parallèlement. Elle est, en effet, une habitude assez constante du public. Mais cela ne veut pas dire qu'elle soit à l'abri de toute variation. Lorsqu'une crise se déclenche, que les gens voient baisser les prix et escomptent une diminution encore plus considérable, le public remet à plus tard les achats qu'il se proposait d'effectuer ; l'épargne augmente et contribue ainsi à précipiter le mouvement de chute des

prix. Au contraire, en cas d'inflation imminente, et plus généralement lorsqu'on prévoit une hausse prochaine des prix, l'épargne tombe à des proportions infimes. Elle dépend donc des prévisions que l'on fait sur la valeur future de la monnaie.

Quant au coût des investissements, il dépend de l'importance de la production de ces derniers. Les entrepreneurs ont à choisir entre produire des marchandises consommables ou fabriquer des marchandises d'investissement. Ils se décident pour l'un ou l'autre selon le profit futur qu'ils en attendent ; c'est donc, comme nous l'avons dit, une pensée de spéculation qui dirige la production.

Nous avons vu également que le prix des titres et celui des investissements dépendent en partie du sentiment du public, lequel se détermine d'après les pronostics qu'il forme sur leur valeur future.

Qu'il s'agisse donc de S , de I' , ou de I , ce sont des éléments psychologiques qui entrent en jeu et déterminent le niveau des prix. Keynes se rapproche donc étroitement de la théorie psychologique en ce qu'il donne aux éléments en question une importance primordiale. Il s'en distingue pourtant en ce qu'il ne se contente pas de les analyser. Il dégage une tendance générale, un mouvement de la masse du public ou des entrepreneurs et, en généralisant de cette façon, il arrive à introduire dans des équations les facteurs déterminés par ces mobiles psychologiques. Il parvient ainsi à allier l'analyse psychologique à la rigueur mathématique. Cette méthode, à la fois qualitative et quantitative, peut fournir à l'économie politique de très beaux résultats.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES ET ARTICLES SPÉCIALEMENT CONSACRÉS AUX THÉORIES MONÉTAIRES DE J.-M. KEYNES

- HANSEN. — *American Economic Review*, sept. 1932, A fundamental error in Keynes's Treatise on Money.
- HARDY. — *Journal of political economy*, juin 1931, Savings, investments and the control of business cycles.
- HAYEK. — *Economica*, août 1931, Reflections on the pure theory of money of Mr. Keynes.
Economica, nov. 1931, Rejoinder to Mr. Keynes.
Economica, février 1932, Reflections on the pure theory of money of Mr. Keynes, part. II.
- KEYNES. — *Réforme monétaire*, traduction Franck, Paris, 1924.
A Treatise on Money, Macmillan et C^o, Londres, 1930, 2 volumes.
Economic Journal, sept. 1931, Rejoinder.
Economica, nov. 1931, Reply to Dr. Hayek.
American Economic Review, déc. 1932, A note.
- ROBERTSON. — *Economic Journal*, sept. 1931, Mr. Keynes's theory of money.
- SHENOY. — *Quarterly Journal of Economics*, nov. 1932, An equation for the price level of new investment goods.
- Sir Josiah STAMP. — *Economic Journal*, juin 1931, Mr. Keynes's Treatise on money.
- WILLIAMS. — *Quarterly Journal of Economics*, août 1931, The monetary doctrines of J. M. Keynes.

OUVRAGES GÉNÉRAUX SUR LA THÉORIE MONÉTAIRE.

- AFTALION. — *Monnaie, prix et change*, Paris, Sirey, 1927.
Monnaie et industrie, Paris, Sirey, 1929.
L'or et sa distribution mondiale, Paris, Dalloz, 1932.
Cours de statistique, Paris, Presses universitaires, 1931.
- ARNAUNE. — *Monnaie, crédit, change*, Paris, Alcan, 1902.

- BONGRAS. — *Théories monétaires allemandes contemporaines*, Paris, 1930.
- BONNET. — *Les expériences monétaires contemporaines*, Paris, Colin, 1926.
- CASSEL. — *La monnaie et le change après 1914*, Paris, 1923.
- DECAMPS. — *Les changes étrangers*, Paris, Alcan, 1923.
- FILIPPI. — *La stabilisation des prix*, Paris, Sirey, 1929.
- FISHER. — *Le pouvoir d'achat de la monnaie*, Paris, Giard, 1926.
- GONNARD. — *Précis d'économie monétaire*, Paris, Sirey, 1930.
- HAWTREY. — *Currency and credit*, Londres, 1923.
- HORNOSTEL. — *La vitesse de circulation de la monnaie*, Paris, Rousseau, 1930.
- LAZARD. — *Politique et théories monétaires anglaises*, Paris, Sirey, 1927.
- NOGARO. — *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Paris, Sirey, 1924.
- La question de l'or devant la S. D. N., Paris, Sirey, 1931.
- OUALID. — *Leçons sur la monnaie et les problèmes monétaires*, Paris, Sirey, 1927.
- POSE. — *De la théorie monétaire à la théorie économique*, Paris, Sirey, 1929.
- ROBERTSON. — *Banking policy and the price level*, Londres, King, 1926.
- RUEFF. — *Théorie des phénomènes monétaires (statique)*, Paris, Payot, 1927.
- RIST. — *La déflation en pratique*, Paris, Giard, 1924.
- VALETTE (DE). — *Stabilisation de la valeur de la monnaie*, Paris, Pedone, 1930.

Vu :

Le Président,
G. PIROU

Vu :

Le Doyen,
H. BERTHÉLEMY

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
J. CHARLÉTY.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	5
--------------------	---

PREMIERE PARTIE

Valeur de la monnaie.

CHAPITRE PREMIER. — Notions générales sur la valeur de la monnaie	19
1° Analyse de la monnaie de crédit	21
2° La vitesse de la circulation	27
CHAPITRE II. — Fondement de la valeur de la monnaie ...	33
1° Le pouvoir d'achat de la monnaie	33
2° Théorie de la comparaison des pouvoirs d'achat ..	38
3° Les niveaux des prix	41
CHAPITRE III. — Equations de la valeur de la monnaie ..	49
1° Equations fondamentales	49
2° Conditions de l'équilibre interne	56
3° Conditions de l'équilibre extérieur	61

DEUXIEME PARTIE

Niveau des prix.

CHAPITRE IV. — Action du taux de l'escompte	65
1° Action du taux du réescompte	67
2° Taux de l'escompte et taux de l'intérêt	69
3° Action du taux de l'escompte sur le niveau des prix.	71
CHAPITRE V. — Niveau des prix des investissements	79
1° Relations entre l'épargne et les investissements ..	79
2° Le niveau des prix des investissements	83
3° Relations entre P et P'	89
CHAPITRE VI. — Causes d'un déséquilibre dans le pouvoir d'achat de la monnaie	93

1° Résumé de la discussion	93
2° Classification des causes d'un déséquilibre dans le pouvoir d'achat de la monnaie	95
3° Changements dûs aux facteurs monétaires	99
CHAPITRE VII. — Déséquilibre international	103
1° Le déséquilibre	103
2° Les facteurs du rétablissement de l'équilibre extérieur	108

TROISIEME PARTIE

Fluctuations cycliques.

CHAPITRE VIII. — Fluctuations dans la progression des investissements	113
1° Fluctuations dans le volume du capital fixe	114
2° Fluctuations dans le volume du capital en cours de production	116
3° Fluctuations dans le volume du capital liquide	120
CHAPITRE IX. — Etude du cycle de crédit	125
1° Les causes du cycle de crédit	125
2° Les phases du cycle de crédit	128
CHAPITRE X. — Contrôle des prix et des investissements ..	137
1° Le cas d'un pays isolé	140
2° Le cas d'un pays en relation avec l'extérieur	145
CONCLUSION. — La place de Keynes parmi les théoriciens de la monnaie	149
BIBLIOGRAPHIE	155
TABLE DES MATIÈRES	157

